

ANALISIS PENGARUH KINERJA KEUANGAN DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN SAHAM TERHADAP *RETURN ON EQUITY*

(Studi Komparatif Pada Perusahaan Yang Membagikan Dividen dan
Yang Tidak Membagikan Dividen di Bursa Efek Jakarta
Periode 2004-2006)



Tesis

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
Memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Disusun oleh :

Dionisius Setyo Srihartanto, SE, Ak
C4A006275

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2008**



Sertifikasi

Saya, Dionisius Setyo Srihartanto, SE, Ak, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya

Dionisius Setyo Srihartanto, SE, Ak

PENGESAHAN TESIS

**Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa
tesis berjudul:**

**ANALISIS PENGARUH KINERJA KEUANGAN DAN
STRUKTUR KEPEMILIKAN SAHAM TERHADAP
*RETURN ON EQUITY***

**(Studi Komparatif Pada Perusahaan Yang Membagikan Dividen dan
Yang Tidak Membagikan Dividen di Bursa Efek Jakarta
Periode 2004-2006)**

**yang disusun oleh Dionisius Setyo Srihartanto, SE, Ak, NIM C4A006275
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji
pada tanggal 10 September 2008**

Pembimbing Pertama

Pembimbing Kedua

Prof. Dr. H Imam Ghozali, MCom, Akt

Drs. H Prasentiono, MSi

**Semarang, 10 September 2008
Universitas Diponegoro
Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program**

Prof. Dr. Augusty Tae Ferdinand

ABSTRACT

This research is performed in order to test the influence of the variable, Debt to Equity Ratio (DER), Profit Margin on Sales (PMS), Total Asset Turnover, Institutional Ownership and Insider Ownership toward Return on Equity (ROE).

Data collected by purposive sampling method with criteria as (1) Non finance company who provide financial report during period 2004 through 2006; (2) Non finance who insider ownership in Indonesian Stock Exchange (ISX) during period 2004 through 2006 and (3) Non finance company in Indonesian Stock Exchange (ISX) which given dividend and ungiven dividend during period 2004 through 2006. The Data is based on publicity Indonesian Capital Market Directory (ICMD) since 2004 to 2006. Data analysis with multi linier regression of ordinary least square and hypotheses test used t-statistic and f-statistic at level of significance 5%. While to examine the difference determining Debt to Equity Ratio (DER), Profit Margin on Sales (PMS), Total Asset Turnover, Institutional Ownership and Insider Ownership toward Return on Equity (ROE).

Empirical evidence show as DER, PMS and TAT to have positive influence toward ROE of non finance company given dividend and only DER to have positive influence toward ROE of non finance ungiven dividend. Implication managerial suggested to investor in order to investment because ROE in non financial company listed in JSX is very good.

Keywords : *Debt to Equity Ratio (DER), Profit Margin on Sales (PMS), Total Asset Turnover, Institutional Ownership and Insider Ownership and Return on Equity (ROE).*

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Profit Margin on Sales (PMS)*, *Total Asset Turnover*, *Institutional Ownership and Insider Ownership* terhadap Return on Equity (ROE).

Data diperoleh dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria (1) Perusahaan *non finance* yang listed di BEJ yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2004-2006); (2) Perusahaan *non finance* yang listed di BEJ yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen selama periode pengamatan (2004-2006) dan (3) Perusahaan yang listed di BEJ yang membagi dividend dan yang tidak membagi dividen selama periode pengamatan (2004-2006). Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%.

Dari hasil analisis menunjukkan bahwa variabel DER, PMS dan TAT secara parsial signifikan berpengaruh positif terhadap ROE perusahaan yang membagikan dividend. Sedangkan untuk perusahaan yang tidak membagikan dividend, hanya DER yang berpengaruh signifikan positif terhadap ROE. Hasil penelitian ini sangat bermanfaat bagi investor untuk menanamkan dananya kedalam perusahaan non keuangan yang listed di BEJ dalam aktivitas investasinya karena kondisi ini sangat menguntungkan bagi investor.

Kata Kunci: *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Profit Margin on Sales (PMS)*, *Total Asset Turnover*, *Institutional Ownership and Insider Ownership* dan Return on Equity (ROE).

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO :

- Kemenangan terbesar kita bukanlah saat kita tidak pernah mengalami kegagalan, tetapi setiap kali kita sanggup bangkit dari kegagalan *(Konfusius)*
- Melakukan yang terbaik pada hari ini, akan membawa kita ke tempat terbaik pada masa depan *(Oprah Winfrey)*

PERSEMBAHAN :

*Dengan segenap rasa cinta, kasih sayang dan dedikasi
kupersembahkan kepada isteri tercinta E. Wisnu Ratna Widiastut, SE yang
selalu mendukung dan memahami setiap langkahku, serta anakku Beata dan
Benita yang menjadi penyemangat dan penghibur hidupku.*

KATA PENGANTAR

Penulis mengucapkan syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa atas karunia dan berkat yang telah dilimpahkan-Nya, khususnya dalam penyusunan laporan penelitian ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahannya dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih pada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini, khususnya kepada:

1. Prof. Dr. Augusty Tae Ferdinand, selaku Ketua Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Prof. Dr. H Imam Ghozali, MCom, Akt, selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
3. Drs. H Prasetiono, MSi, selaku dosen pembimbing anggota yang telah membantu dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
4. Para staff pengajar Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu manajemen melalui suatu kegiatan belajar mengajar dengan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.

5. Para staff administrasi Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
6. E. Wisnu Ratna Widiastuti, SE, Beata, dan Benita, yang telah memberikan segala cinta dan perhatiannya yang begitu besar sehingga penulis merasa terdorong untuk menyelesaikan cita-cita dan memenuhi harapan keluarga.
7. Teman-teman kuliah, yang telah memberikan sebuah persahabatan dan kerjasama yang baik selama menjadi mahasiswa di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang

Hanya doa dan ucapan syukur yang dapat penulis panjatkan semoga Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Semarang, 10 September 2008

Dionisius Setyo S, SE, Ak

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Halaman Sertifikasi.....	ii
Halaman Persetujuan Draft Tesis.....	iii
Abstract	iv
Abstrak	v
Motto dan Persembahan	vi
Kata Pengantar	vii
Bab I. PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	10
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian	14
Bab II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN ...	16
2.1. Telaah Pustaka	16
2.3. Penelitian Terdahulu	35
2.4. Posisi Penelitian	40
2.6. Kerangka Pemikiran Teoritis	40
2.7. Perumusan Hipotesis.....	42
2.8. Definisi Operasional Variabel.....	43
Bab III. METODE PENELITIAN	45
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	45
3.2. Populasi	45
3.3. Metode Pengumpulan Data.....	46
3.4. Pengujian Hipotesis	46
3.5. Pengujian Asumsi Klasik.....	48

3.6. Teknik Analisis	51
Bab IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN	54
4.1. Data Deskriptif.....	55
4.2. Pembahasan dan Hasil Analisis	57
Bab V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	71
5.1. Simpulan	71
5.2. Implikasi Kebijakan	73
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	75
5.4. Agenda Penelitian Mendatang	75
Daftar Referensi	77

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Rata-rata ROE Perusahaan Non Keuangan yang Membagikan Dividen dan yang Tidak Membagikan Dividen maupun Perusahaan Non Keuangan yang mempunyai ROE Positif dan yang Mempunyai ROE Negatif di BEJ Periode Tahun 2004-2006	9
Tabel 2.1. Hasil-hasil Penelitian Terdahulu.....	38
Tabel 2.2. Definisi Operasional Variabel	43
Tabel 3.1. Jumlah Perusahaan yang Sahamnya Terdaftar di BEJ.....	45
Tabel 4.1. Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean, Median, Modus dan Standar Deviasi (Perusahaan yang membagikan Dividen).....	55
Tabel 4.2. Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean, Median, Modus dan Standar Deviasi (Perusahaan yang tidak membagikan Dividen).....	56
Tabel 4.3. Kolmogorov Smirnov (Perusahaan yang membagikan dividen).....	58
Tabel 4.4. Kolmogorov Smirnov (Perusahaan yang tidak membagikan dividen).....	58
Tabel 4.5. Hasil Perhitungan VIF (Perusahaan yang membagikan dividen).....	59
Tabel 4.6. Hasil Perhitungan VIF (Perusahaan yang tidak membagikan dividen).....	59
Tabel 4.7. Hasil Uji Heteroskedastisitas (Perusahaan yang membagikan dividen).....	61
Tabel 4.8. Hasil Uji Heteroskedastisitas (Perusahaan yang tidak membagikan dividen).....	61
Tabel 4.9. Hasil Uji Autokorelasi (Perusahaan yang membagikan dividen).....	62
Tabel 4.10. Hasil Uji Autokorelasi (Perusahaan yang tidak membagikan dividen).....	62
Tabel 4.11. Hasil Perhitungan Regresi Simultan (Perusahaan yang membagikan dividen)	64
Tabel 4.12. Hasil Perhitungan Regresi Simultan (Perusahaan yang tidak	

membagikan dividen).....	64
Tabel 4.13. Hasil Perhitungan Regressi Parsial (Perusahaan yang tidak membagikan dividen).....	66
Tabel 4.14. Hasil Perhitungan Regressi Parsial (Perusahaan yang tidak membagikan dividen).....	67
Tabel 4.15. Uji Chow Test perusahaan yang membagikan dividen dan yang tidak membagikan dividen	68

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis	41
Gambar 3.1. Posisi Angka Durbin Watson.....	50
Gambar 4.2. Hasil Uji Durbin Watson.....	63

BAB I PENDAHULUAN

Latar Belakang

Return on equity (ROE) digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan ekuitas yang dimilikinya. ROE merupakan rasio antara laba sesudah pajak terhadap total ekuitas yang berasal dari setoran modal pemilik, laba tak dibagi dan cadangan lain yang diperoleh perusahaan. Analisis ROE sering diterjemahkan sebagai rentabilitas modal sendiri. ROE berarti juga ukuran untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian (return) dari modal sendiri yang ditanamkan dalam bisnis yang bersangkutan yang dinyatakan dalam prosentase. Penanam modal lebih mengharapkan ROE yang tinggi daripada ROA karena ROA sangat berkaitan dengan hutang perusahaan yang mengandung biaya hutang. Hal tersebut sesuai dengan metode Duppont dalam Robert Ang (1997) yang menyatakan bahwa ROA masih mengandung *leverage multiplier*.

Dalam situasi ekonomi yang membaik, perusahaan diharapkan lebih baik banyak menggunakan hutang (dengan beban bunga), dimana hal tersebut akan dapat memperbesar rentabilitas modal sendiri (*return on equity*), sebab tambahan laba yang diperoleh lebih besar dibandingkan dengan tambahan biaya bunga. Sebaliknya bila kondisi ekonomi memburuk, umumnya perusahaan yang mempunyai modal pihak ketiga yang besar akan mengalami penurunan ROE, sehingga keberadaan modal sendiri lebih baik dibandingkan dengan pendanaan hutang. Sebab, kondisi ekonomi yang memburuk dengan beban bunga, tambahan beban bunga akan lebih besar dibandingkan dengan tambahan laba yang diperoleh (Riyanto, 1996). Semakin tinggi laba perusahaan setelah pajak maka akan semakin tinggi ROE, besarnya laba perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui aktivitas penjualannya yang tercermin melalui *net profit margin* dan aktivitas penjualan perusahaan dengan memanfaatkan total assetnya yang tercermin melalui *total asset turnover*.

Sebagai upaya untuk mengembangkan perusahaan, dalam menghadapi persaingan, maka diperlukan adanya suatu pendanaan yang bisa digunakan untuk memenuhi kebutuhan tersebut. Sumber-sumber pendanaan perusahaan dapat diperoleh dari dalam perusahaan (internal) dan dari luar perusahaan (eksternal). Sumber dana internal perusahaan antara lain modal saham, laba ditahan, dan laba tahun berjalan. Sedangkan sumber dana yang berasal dari pihak eksternal yaitu hutang (baik hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang). Dana yang dikelola perusahaan harus dikelola dengan baik, karena masing-masing sumber dana tersebut mengandung kewajiban pertanggungjawaban kepada para pemilik dana. Proporsi antara modal sendiri (internal) dan modal pinjaman (eksternal) harus diperhatikan, sehingga dapat diketahui beban perusahaan terhadap para pemilik modal tersebut. Dalam manajemen keuangan proporsi antara jumlah dana dari dalam dan luar lazim disebut sebagai struktur pendanaan atau struktur modal (*capital structure*). Brigham (1983) menyatakan bahwa dalam mengembangkan target *capital structure* perlu dilakukan analisis dari banyak faktor dengan mempertimbangkan kondisi keuangan perusahaan. Kebijakan struktur modal tersebut tercermin dalam besarnya *debt ratio*.

Kebijakan pendanaan yang diputuskan oleh pihak manajemen sering menimbulkan konflik terutama dengan para pemegang saham. Konflik tersebut muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik (pemegang saham). Pada dasarnya perusahaan didirikan untuk mencapai tujuan utama yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Sementara para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai kepentingan terhadap kemakmuran individu, pemenuhan gaya hidup, peningkatan prestasi individu dan kenaikan kompensasi yang akan diterima. Kondisi tersebut digambarkan oleh Lambert (2001) dengan menyatakan bahwa perbedaan kepentingan tersebut antara lain terletak pada maksimalisasi *utilitas principal* (pemilik) dengan manfaat dan insentif yang diterima oleh agen (manajemen). Adanya kepentingan yang berbeda sering memunculkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen.

Perbedaan kepentingan antara manajemen dengan para pemegang saham tersebut menimbulkan konflik antar kelompok atau sering disebut sebagai *agency conflict* atau konflik keagenan. Pada perusahaan yang sudah terdaftar di bursa saham (*Go Publik*) maka konflik keagenan dapat muncul sebagai akibat adanya beberapa kelompok pemegang saham yang memiliki proporsi kepemilikan yang berbeda-beda. Lambert (2001); Husnan (2001) menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham merupakan faktor yang dapat menimbulkan konflik antara pemilik dengan manajemen.

Beberapa konflik yang mungkin timbul dari penyebaran kepemilikan tersebut menentukan strategi perusahaan, baik strategi *corporate* maupun strategi *functional*. Penentuan strategi *functional* antara lain tercermin dalam kebijakan yang ditentukan oleh masing-masing divisi yang ada dalam perusahaan, seperti divisi sumberdaya manusia, divisi produksi, divisi pemasaran (marketing), dan divisi keuangan. Salah satu kebijakan dalam divisi keuangan adalah kebijakan pendanaan.

Kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh manajemen sangat terkait dengan besarnya sumber dana yang digunakan dalam operasional perusahaan. Lambert (2001) menyatakan bahwa dalam hubungan “*principal – agent*”, pihak manajemen (agen) melakukan aktivitas yang meliputi keputusan operasional, kebijakan pendanaan atau keputusan investasi lainnya. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan merupakan salah satu aktivitas yang dilakukan oleh manajemen sesuai dengan kontrak antara pemilik (*principal*) dengan manajemen (*agent*).

Kebijakan pendanaan yang tercermin dalam *debt equity ratio* (DER) sangat mempengaruhi pencapaian laba yang diperoleh oleh perusahaan. Ang (1997) menyatakan bahwa semakin tinggi DER akan mempengaruhi besarnya laba (*return on equity*) yang dicapai oleh perusahaan. Jika biaya hutang (yang tercermin dalam biaya pinjaman) lebih besar daripada biaya modal sendiri, maka rata-rata

biaya modal (*weighted average cost of capital*) akan semakin besar sehingga *return on equity* (ROE) akan semakin kecil; demikian sebaliknya (Brigham, 1983).

Semakin tinggi DER menunjukkan semakin besar kepercayaan dari pihak luar, hal ini sangat memungkinkan meningkatkan kinerja perusahaan, karena dengan modal yang besar maka kesempatan untuk meraih tingkat keuntungan juga besar. Dengan demikian pengaruh antara DER dengan ROE adalah positif, hal tersebut didukung oleh *pecking order theory* yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang, dan modal sendiri eksternal sebagai pilihan terakhir (Brigham dan Houston, 2001).

Profit margin on Sales menunjukkan rasio antara laba bersih setelah pajak atau *net income* terhadap total penjualannya. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan pendapatan bersihnya terhadap total penjualan yang dicapai. Semakin tinggi rasio *net income* yang dicapai oleh perusahaan terhadap penjualan bersihnya menunjukkan semakin efektif operasional perusahaan dalam menghasilkan laba bersihnya. Dengan meningkatnya rasio ini menunjukkan semakin baik kinerja perusahaan. Dengan demikian hubungan antara rasio *profit margin on sales* dengan kinerja perusahaan adalah positif. Nilai *profit margin on sales* yang semakin tinggi maka berarti semakin efisien biaya yang dikeluarkan, yang berarti semakin besar tingkat kembalian keuntungan bersih (Robert Ang, 1997). Hasil penelitian Asyik dan Sulistyio (2000) menunjukkan bahwa *Net Profit Margin* berpengaruh signifikan terhadap laba perusahaan sementara Machfoedz (1994) menunjukkan hasil bahwa *profit margin on sales* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Rasio *Total Asset Turnover* menunjukkan kemampuan aktiva perusahaan dalam menghasilkan total penjualan bersih. Semakin tinggi rasio *Total Asset Turnover* menunjukkan semakin efektif perusahaan dalam penggunaan aktiva untuk menghasilkan total penjualan bersih. Semakin efektif perusahaan menggunakan aktiva untuk menghasilkan penjualan bersih menunjukkan semakin baik kinerja yang dicapai oleh perusahaan. Asyik dan Sulistyio (1994) yang menguji pengaruh *Total Assets Turnover* terhadap laba perusahaan dimana hasil penelitiannya menunjukkan hasil bahwa *Total Assets Turnover* berpengaruh signifikan positif terhadap laba perusahaan, Namun hasil penelitian Campbell (2002) menunjukkan bahwa *total asset turnover* berpengaruh negatif terhadap ROE sehingga terdapat adanya *research gap* yang menguji pengaruh *total asset turnover* terhadap ROE.

Moh'd et al (1998) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham (*shareholder dispersion*) antara pemegang saham dari luar (*outside shareholder*) yaitu *institutional investor* dapat mengurangi *agency cost* karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. *Institutional Ownership* diteliti oleh Chaganti dan Damanpour (1991), dan Husnan (2001). yang menunjukkan adanya pengaruh positif antara *institutional ownership* terhadap ROE, Sementara Setyarta (2005) hasil penelitiannya menunjukkan adanya pengaruh negatif antara *institutional ownership* terhadap ROE, namun hasil penelitian Sugiharto (2007) tidak menunjukkan hasil yang signifikan antara *institutional ownership* terhadap ROE pada industri perbankan yang listed di BEJ periode 2001-2003.

Pemegang saham perusahaan (*investor*) yang dikontrol oleh pemilik memperoleh tingkat pengembalian lebih tinggi yang signifikan daripada para pemegang saham pada perusahaan yang dikontrol oleh manajer (Murali dan Welch, 1989). Hasil penelitian Murali dan Welch (1989) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen (*insider*) mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap ROE. Namun Setyarta (2005) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa *Insider Ownership* berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE, sehingga ditemukan adanya *research gap* yang menguji pengaruh *insider ownership* terhadap ROE.

Pada penelitian ini obyek yang digunakan adalah perusahaan non keuangan yang listed di BEJ periode 2004-2006. Alasan tidak digunakannya perusahaan keuangan sebagai obyek dalam penelitian ini dikarenakan laporan keuangan pada perusahaan keuangan memiliki karakteristik yang berbeda dengan perusahaan non keuangan, dimana struktur modal pada perusahaan keuangan berbeda dengan struktur modal pada perusahaan non keuangan, karena pada perusahaan keuangan sumber dananya lebih banyak diperoleh dari pihak ketiga

(tabungan) oleh karena itu pada perusahaan keuangan rasio DER tidak lazim digunakan namun yang digunakan adalah *loan to deposit ratio* (LDR). Selain itu pada perusahaan keuangan rasio *profit margin on sales* juga tidak lazim digunakan karena pada perusahaan keuangan penjualannya berupa kredit jadi lebih lazim menggunakan istilah pendapatan kredit (*revenue*).

Alasan membandingkan kinerja ROE pada perusahaan yang membagikan dividen dan yang tidak membagikan dividen didukung oleh Brigham (1989) menyatakan bahwa besarnya dividen mempengaruhi tingkat keuntungan perusahaan (ROE) melalui teori *Bird-in-the-hand theory*, hal tersebut sependapat dengan Gordon dan Lintner (1956) yang menyatakan tingkat keuntungan yang disyaratkan akan naik apabila pembagian dividen dikurangi, karena investor lebih yakin terhadap penerimaan dividen dari pada kenaikan nilai saham (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan. Berdasarkan teori tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang membagikan dividen cenderung mempunyai ROE yang lebih besar daripada perusahaan yang tidak membagikan dividen.

Data empiris mengenai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu: DER, *profit margin on sales*, *Total Assets Turnover*, *Institutional Ownership* dan *Insider Ownership* dapat dilihat pada Tabel 1.1 sebagai berikut:

Tabel 1.1:
Rata-rata DER, *Profit Margin on Sales*, *Total Assets Turnover*, *Institutional Ownership*, dan *Insider Ownership* Perusahaan yang Membagikan Dividen maupun Perusahaan Yang Tidak Membagikan Dividen di BEJ Periode Tahun 2004-2006

Variabel	Tahun	Kebijakan Dividen			
		Membagi Dividen	Selisih	Tidak Membagi Dividen	Selisih
	2004	23,59	-	15,55	-

ROE	2005	21,88	-1,71	18,54	2,99
	2006	17,79	-4,09	10,26	-8,28
DER	2004	1,99	-	2,18	-
	2005	1,07	-0,92	1,38	-0,8
	2006	0,9	-0,17	1,38	0
PMS	2004	0,13	-	0,13	-
	2005	0,11	-0,02	0,13	0
	2006	0,11	0	0,09	-0,04
Total Asset Turnover	2004	1,08	-	1,02	-
	2005	1,06	-0,02	1,07	0,05
	2006	1,06	0	1,1	0,03
Institutional Ownership	2004	80,22	-	72,72	-
	2005	81,19	0,97	72,93	0,21
	2006	80,62	-0,57	72,4	-0,53
Insider Ownership	2004	0,89	-	0,66	-
	2005	0,91	0,02	0,68	0,01
	2006	0,90	-0,01	0,68	0

Sumber: ICMD 2007

Berdasarkan Tabel 1.1 menunjukkan bahwa besarnya nilai rata-rata ROE per tahun dari tahun 2004-2006 pada perusahaan yang membagi dividen menunjukkan trend yang menurun, dimana pada tahun 2004 besarnya ROE sebesar 23,59 kemudian tahun 2005 sebesar 21,88 dan pada tahun 2006 sebesar 17,79. Sementara ROE pada perusahaan yang tidak membagi dividen menunjukkan perkembangan yang fluktuatif, dimana besarnya ROE pada tahun 2004 sebesar 15,55, pada tahun 2005 meningkat menjadi 18,54 dan pada tahun 2006 menurun menjadi 10,26. Hal tersebut mengindikasikan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan ekuitas yang dimilikinya pada tahun 2005 mempunyai kinerja yang menurun.

Penurunan ROE tersebut juga diikuti oleh kelima variabel independen yaitu DER, PMS, *Total Asset Turnover*, *Institutional Ownership* dan *Insider ownership* yang juga mengalami nilai rata-rata yang menurun pada tahun 2005 baik pada perusahaan yang membagi dividen maupun yang tidak membagi dividen. Pergerakan besarnya nilai rata-rata yang sama antara variabel dependen (ROE) dan kelima variabel independen (DER, PMS, *Total Asset Turnover*, *Institutional Ownership* dan *Insider Ownership*) menunjukkan bahwa kelima variabel independen tersebut mempengaruhi besarnya ROE.

Perumusan Masalah

Berdasarkan hasil-hasil dari penelitian terdahulu ditemukan adanya *research gap* dari kelima variabel independen yang mempengaruhi ROE keempat variabel tersebut adalah:

1. *Debt to equity ratio* (DER) sangat mempengaruhi ROE, hal tersebut ditunjukkan oleh Husnan (2001) yang menyatakan bahwa DER secara

signifikan berpengaruh terhadap ROE bagi perusahaan yang pemegang saham pengendalinya multinasional; sedangkan bagi perusahaan yang pemegang saham pengendalinya bukan multinasional terbukti tidak signifikan. Sementara Asyik dan Sulistyio (2000) menguji pengaruh DER terhadap laba perusahaan dimana hasil penelitiannya menunjukkan hasil bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap laba perusahaan yang diprediksikan juga akan mempengaruhi ROE.

2. Penelitian terhadap *Profit Margin on Sales* didasarkan atas adanya research gap dari hasil penelitian terdahulu antara Asyik dan Sulistyio (2000) dan Machfoedz (1994). Asyik dan Soelistyo (2000) menunjukkan pengaruh positif *Profit Margin on Sales* terhadap ROE, sedangkan Machfoedz (1994), tidak menunjukkan adanya pengaruh *Profit Margin on Sales* terhadap ROE, sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan.
3. Penelitian terhadap *Total Asset Turnover* didasarkan atas adanya research gap dari hasil penelitian terdahulu antara Asyik dan Sulistyio (2000) dan Campbell (2002). Asyik dan Soelistyo (2000) menunjukkan pengaruh positif *Total Asset Turnover* terhadap ROE, sedangkan Campbell (2002), tidak menunjukkan adanya pengaruh *Total Asset Turnover* terhadap ROE, sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan..
4. *Institutional Ownership* diteliti oleh Chaganti dan Damanpour (1991) dan Husnan (2001) yang menunjukkan adanya pengaruh positif antara *institutional ownership* terhadap ROE, Sementara Setyarta (2005) menunjukkan pengaruh negatif sedangkan Sugiharto (2007) tidak menunjukkan adanya pengaruh signifikan antara *institutional ownership* terhadap ROE sehingga masih terdapat research gap dan perlu

dilakukan penelitian lanjutan mengenai pengaruh *institutional ownership* terhadap ROE.

5. *Insider Ownership* diteliti oleh Murali dan Welch (1989) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen (insider) mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap ROE. Namun Setyarta (2005) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa Insider Ownership berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE, sehingga ditemukan adanya research gap yang menguji pengaruh *insider ownership* terhadap ROE.

Berdasarkan *research gap* dari hasil penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Murali dan Welch (1989), Chaganti dan Damanpour (1991), Machfoedz (1994), Asyik dan Sulisty (2000), Husnan (2001), Campbell (2002), Sugiharto (2007) dan Setyarta (2005), yang menguji pengaruh DER, *Profit Margin on Sales*, *Total Asset Turnover*, *Institutional Ownership* dan *Insider Ownership* terhadap *Return on Equity*, maka diajukan sebelas *research question* sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh *Debt To Equity Ratio* (DER) terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta?
2. Bagaimana pengaruh *Profit Margin on Sales* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta?
3. Bagaimana pengaruh *Total Assets Turnover* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta?
4. Bagaimana pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta?

5. Bagaimana pengaruh *Insider Ownwrship* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta?
6. Bagaimana pengaruh *Debt To Equity Ratio* (DER) terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta?
7. Bagaimana pengaruh *Profit Margin on Sales* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta?
8. Bagaimana pengaruh *Total Assets Turnover* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta?
9. Bagaimana pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta?
10. Bagaimana pengaruh *Insider Ownwrship* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta?
11. Apakah terdapat perbedaan pengaruh dari *Debt To Equity Ratio* (DER), *Profit Margin on Sales*, *Total Assets Turnover*, *Institutional Ownership*, dan *Insider Ownwrship* terhadap perusahaan yang membagikan dividen dan perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta?

Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan yang diajukan maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk:

1. Menganalisis pengaruh *Debt To Equity Ratio* (DER) terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta.
2. Menganalisis pengaruh *Profit Margin on Sales* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta.
3. Menganalisis pengaruh *Total Assets Turnover* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta.
4. Menganalisis pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta.
5. Menganalisis pengaruh *Insider Ownership* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta.
6. Menganalisis pengaruh *Debt To Equity Ratio* (DER) terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta.
7. Menganalisis pengaruh *Profit Margin on Sales* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta.
8. Menganalisis pengaruh *Total Assets Turnover* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta.

9. Menganalisis pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta.
10. Menganalisis pengaruh *Insider Ownership* terhadap *Return on Equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta.
11. Menganalisis perbedaan pengaruh dari *Debt To Equity Ratio* (DER), *Profit Margin on Sales*, *Total Assets Turnover*, *Institutional Ownership*, dan *Insider Ownership* terhadap perusahaan yang membagikan dividen dan perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta.

Kegunaan Penelitian

Penelitian diharapkan memberikan kegunaan sebagai berikut:

1. Bagi manajemen terutama dalam pengambilan keputusan investasi perusahaan dengan menggunakan modal sendirinya dalam rangka pengembangan usahanya.
2. Bagi para pemakai laporan keuangan (para pemegang saham/ investor) dapat digunakan sebagai acuan dalam rangka menilai kinerja perusahaan melalui efisiensi dari modal sendiri perusahaan dalam menghasilkan keuntungan karena semakin besar ROE akan menarik minat investor maupun kreditor dalam melakukan aktivitas investasinya.
3. Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan manfaat bagi para pemegang saham (terutama *institutional investor*) dalam rangka memonitor kebijakan yang diambil oleh manajemen dalam penentuan kebijakan perusahaan terhadap hak pemegang saham yang akan diterima berdasarkan tingkat *return on equity* yang dihasilkan perusahaan.

BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Kebijakan Dividen

Menurut Brigham (1999) menyebutkan ada dua teori dari preferensi investor yaitu:

1. *Bird-in-the-hand theory*, sependapat dengan Gordon dan Lintner yang menyatakan bahwa biaya modal sendiri akan naik jika *Dividend Payout Ratio* (DPR) rendah. Hal ini dikarenakan investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gains*.
2. *Tax preference theory* adalah suatu teori yang menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains* maka para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak.

Berdasarkan kedua konsep teori tersebut, perusahaan dapat melakukan hal-hal sebagai berikut :

1. Jika perusahaan menganut *bird-in-the-hand theory* maka perusahaan harus membagi seluruh EAT (*Earning After Tax*) dalam bentuk dividen.
2. Jika manajemen cenderung mempercayai *tax preference theory* maka perusahaan harus menahan seluruh keuntungan atau dengan kata lain $DPR=0\%$.

Dua teori yang lain dapat membantu untuk memahami kebijakan dividen adalah Brigham (1999):

1. *Information content or signaling hypothesis*

Suatu kenaikan dividen yang di atas kenaikan normal biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang. Sebaliknya, suatu penurunan atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan

menghadapi masa sulit di masa mendatang. Namun demikian sulit dikatakan apakah kenaikan atau penurunan harga setelah adanya kenaikan atau penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek sinyal atau mungkin disebabkan oleh efek sinyal dan preferensi terhadap dividen.

2. *Clientele effect*

Yang menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok investor yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai suatu *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang tinggi, sebaliknya kelompok investor yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

Dividen merupakan hak pemegang saham biasa (*common stock*) untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam dividen, semua pemegang saham biasa mendapatkan haknya yang sama. Pembagian dividen untuk saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayar dividen untuk saham *preferen* (Jogiyanto, H.M, 1998: pp. 58).

2.1.2. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa menyebabkan terjadinya konflik diantara keduanya. Hal tersebut terjadi karena manager cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer, karena hal tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima. Konflik

antara manajer dan pemegang saham dapat dikurangi dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* ini dapat berupa *agency cost of equity*.

Pembayaran dividen akan menjadi alat monitoring sekaligus bonding bagi manajemen (Putu A.M dan Jogiyanto Hartono, 2002). Pembagian dividen ini akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan return selain dari capital gain. Dividen ini juga membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan perquisites misalnya biaya perjalanan dinas dan akomodasi kelas satu yang dilakukan oleh manajemen terhadap *cash flow* perusahaan seiring dengan menurunnya biaya monitoring karena pemegang saham yakin bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan dirinya (Crutchley dan Hansen, 1989). Selain itu perusahaan yang go public berarti telah menjalankan proses penyaringan yang ketat melalui auditor dan Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) serta investor publik dari luar perusahaan akan membantu mengawasi manajer demi kepentingan pemilik saham di luar manajemen.

Berdasarkan teori keagenan, diketahui bahwa kepentingan manajer selaku pengelola perusahaan akan dapat berbeda dengan kepentingan pemegang saham (Elloumi dan Gueyie, 2001). Manajer dapat mengambil tindakan yang diperlukan untuk meningkatkan kesejahteraan pribadinya, berlawanan dengan upaya untuk memaksimalkan nilai pasar. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan guna melindungi kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meekling, 1976 dalam Elloumi dan Gueyie, 2001).

Tingkat asimetri informasi akan cenderung relative tinggi pada perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang besar. Manajer memiliki informasi tentang nilai proyek di masa mendatang dan tindakan mereka tidaklah dapat diawasi dengan detail oleh pemegang saham. Sehingga biaya agensi antara manajer dengan pemegang saham akan makin meningkat pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Pemegang saham perusahaan tersebut akan sangat mungkin bergantung pada insentif guna memotivasi manajer untuk melakukan kepentingannya, hal tersebut akan berdampak pada pembagian dividen perusahaan. Sehingga seringkali pembahasan mengenai dividen haruslah mengacu pada kerangka teori keagenan.

2.1.3. Return on Equity

Keberhasilan kinerja keuangan perusahaan dapat diukur dari *return on capital* (Sloan, 2001) atau *return on equity* (Husnan 2001). ROE menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan modal sendirinya sehingga besarnya ROE mengindikasikan tingkat efisiensi perusahaan dalam mengelola modal sendirinya untuk menghasilkan keuntungan. Berdasarkan uraian tersebut maka ukuran kinerja keuangan perusahaan dalam penelitian ini adalah *return on equity* (ROE). Semakin tinggi ROE menunjukkan semakin efisien perusahaan menggunakan modal sendiri untuk menghasilkan laba atau keuntungan bersih (Robert Ang, 1997). Secara matematis ROE dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{NIAT}}{\text{Total Ekuitas}}$$

2.1.4. Hubungan antara *Dividend Payment* dan *Agency Cost*

Dividen dapat digunakan untuk memperkecil masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (Jensen *et al.* 1992). *Agency theory* menurut Jensen dan Meckling (1976) adalah hubungan antara pemberi kerja (*prinsipal*) dan penerima tugas (agen) untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam manajemen keuangan, hubungan keagenan muncul antara pemegang saham dengan manajer, dan antara pemegang saham dengan kreditor. Potensi timbulnya

masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer jika manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Karena tidak semua keuntungan akan dapat dinikmati oleh manajer, mereka tidak akan hanya berkonsentrasi pada maksimisasi kemakmuran pemegang saham (Brigham, 1996). Menurut Jensen dan Meckling (1976), perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat rentan terjadi. Penyebabnya karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung resiko akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, begitu pula jika mereka tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung resiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal.

Jensen *et al.* (1992) menghubungkan interaksi antara *dividen payout ratio* dan kepemilikan saham manajemen untuk menunjukkan ketidaksimetrisan antara pemilik (*insiders*) dan investor luar. Jensen, menemukan bahwa keputusan finansial perusahaan dan kepemilikan saham manajemen memiliki ketergantungan satu dengan yang lainnya. Dengan demikian, menurut *agency theory*, para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976).

2.1.5. Debt to Equity Ratio (DER)

Teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat resiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan yang maksimal. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang

saham (Brigham,1999). Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan (Suad Husnan,1998).

Modigliani dan Miller (1958) dalam artikelnya yang berjudul “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* “ dikemukakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya DER karena adanya efek dari *corporate tax shield*. Hal ini disebabkan karena dalam keadaan pasar sempurna dan ada pajak, pada umumnya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak atau kata lain bersifat *tax deductible*. Dengan demikian, apabila ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama tetapi perusahaan yang satu menggunakan hutang dan membayar bunga sedangkan perusahaan yang lain tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Karena menghemat membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Namun pendapat Modigliani dan Miller (1958) yang menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilainya bila menggunakan hutang sebesar-besarnya (dalam keadaan pajak) ini mengundang kritik dan keberatan dari para praktisi. Keberatan tersebut disebabkan oleh asumsi yang dipergunakan oleh Modigliani dan Miller (1958) dalam analisis mereka, yaitu pasar modal adalah sempurna. Adanya ketidaksempurnaan pasar modal menyebabkan pemilik perusahaan atau pemegang saham mungkin keberatan untuk menggunakan leverage yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan (Suad Husnan,1998). Apabila pasar modal tidak sempurna,

kemungkinan antara lain karena munculnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan atau adanya informasi asimetris.

Sementara teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey & Myers, 1991). Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang, dimana dalam keadaan pajak nilai perusahaan akan naik minimal dengan biaya modal yang minimal.

Asumsi dasar yang digunakan dalam teori *trade off* adalah adanya informasi asimetris yang menjelaskan keputusan struktur modal yang diambil oleh suatu perusahaan, yaitu adanya informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen suatu perusahaan dimana perusahaan dapat menyampaikan informasi kepada publik. Teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal diperoleh pada saat terjadinya keseimbangan antara keuntungan *tax shield of leverage* dengan *financial distress* dan *agency cost of leverage*. Model ini secara implisit menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan.

The Trade off Model memang tidak dapat digunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dari suatu perusahaan. Tapi melalui model ini memungkinkan dibuat tiga kesimpulan tentang penggunaan leverage sebagai berikut (Kaaro, 2000) :

1. Perusahaan dengan risiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan yang hutang lebih besar.
2. Perusahaan yang memiliki *tangible asset* dan *markeTabel assets* seperti real estate seharusnya dapat menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets* seperti patent dan goodwill. Hal ini disebabkan karena intangible assets lebih mudah untuk kehilangan nilai apabila terjadi *financial distress*, dibandingkan *standart assets* dan *tangible assets*.

Perusahaan-perusahaan di negara yang tingkat pajaknya tinggi seharusnya memiliki hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah, karena bunga yang dibayar diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

Dasar kebijakan pendanaan berkaitan dengan sumber dana, baik itu sumber internal maupun sumber eksternal secara teoritis didasarkan pada dua kerangka teori yaitu *balance theory* atau *pecking order theory*. Harris dan Raviv (1991) berpendapat bahwa dasar pemikiran teoritis kedua kerangka tersebut telah didefinisikan dengan jelas. Namun tidak dapat dipahami pada kondisi mana sesungguhnya kedua kerangka teori tersebut dapat diterapkan.

Pendanaan atas dasar *pecking order theory*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal. Apabila digunakan dana yang berasal dari eksternal maka urutan pendanaan yang disarankan adalah pertama dari utang, diikuti penerbitan ekuitas baru dan yang terakhir dari laba ditahan.(Myers, 1984). Myers (1984) mengajukan teori

tentang asimetri informasi (*pecking order*) manajemen perusahaan mengetahui lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan investor di pasar modal.

Kebijakan pendanaan berkaitan dengan sumber dana, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba yang ditahan yang berasal dari kegiatan perusahaan. Sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pemilik yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang. Modal dalam suatu bisnis merupakan salah satu sumber kekuatan untuk dapat melaksanakan aktivitasnya. Setiap perusahaan dalam melaksanakan kegiatannya selalu berupaya untuk menjaga keseimbangan finansialnya. Struktur modal berasosiasi dengan profitabilitas. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi hutang dengan ekuitas. Dana yang berasal dari hutang mempunyai biaya modal dalam bentuk biaya bunga. Dana yang berasal dari ekuitas mempunyai biaya modal berupa deviden. Perusahaan akan memilih sumber dana yang paling rendah biayanya di antara berbagai alternatif sumber dana yang tersedia. Komposisi hutang dan ekuitas tidak optimal akan mengurangi profitabilitas perusahaan dan sebaliknya.

Kebijakan pendanaan dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara total debt (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri). *Total debt* merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan *total shareholders' equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin

besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). (Robert Ang, 1997).

2.1.6. Pengaruh DER Terhadap ROE

Tinggi-rendahnya *debt equity ratio* akan mempengaruhi tingkat pencapaian *return on equity* (ROE) yang dicapai oleh perusahaan. Jika biaya yang ditimbulkan oleh pinjaman (*cost of debt* – k_d) lebih kecil daripada biaya modal sendiri (*cost of equity* – k_e), maka sumber dana yang berasal dari pinjaman atau hutang akan lebih efektif dalam menghasilkan laba (meningkatkan *return on equity*); demikian sebaliknya (Brigham, 1983).

Pengaruh DER terhadap ROE, didukung oleh teori *Pecking Order Theory*, dimana Myers dan Majluf (1984) menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang, dan modal sendiri eksternal sebagai pilihan terakhir (Weston dan Copeland, 1997). *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan-perusahaan yang *profitabel* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan-perusahaan yang kurang *profitabel* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan karena hutang merupakan sumber eksternal yang disukai. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang yang lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham. Berdasarkan teori pecking order, DER mempunyai pengaruh positif terhadap ROE sehingga dapat dirumuskan dalam hipotesis pertama (H1) dan keenam (H6) sebagai berikut:

H1 : Terdapat pengaruh positif DER terhadap *return on equity (ROE)* pada perusahaan yang membagikan dividen

H6 : Terdapat pengaruh positif DER terhadap *return on equity (ROE)* pada perusahaan yang tidak membagikan dividen

2.1.7. Profit Margin on Sales

Profit Margin on Sales menunjukkan rasio antara laba bersih setelah pajak atau *net income* terhadap total penjualannya. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan pendapatan bersihnya terhadap total penjualan yang dicapai. Rasio ini secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut: (Weston dan Copeland, 1997)

$$\text{Profit Margin on Sales} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}}$$

Penelitian sebelumnya yang menguji pengaruh profit margin on sales terhadap ROE dilakukan oleh Asyik dan Sulisty (2000) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa profit margin on sales dapat digunakan untuk memprediksi kinerja perusahaan yang diproksi melalui laba perusahaan sementara Machfoedz (1994) menunjukkan hasil yang kontradiktif, dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *profit margin on sales* tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap laba perusahaan sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan bagaimana pengaruh profit margin on sales terhadap ROE mengingat besarnya laba sangat mempengaruhi besarnya ROE.

2.1.8. Pengaruh Profit Margin on Sales Terhadap ROE

Profit Margin on Sales menunjukkan ukuran (dalam hal ini rasio) kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan bersihnya (dalam hal ini

net income after tax) terhadap total penjualan (bersih) yang dicapai. Semakin tinggi rasio *net income* yang dicapai oleh perusahaan terhadap penjualan bersihnya menunjukkan semakin efektif operasional perusahaan dalam menghasilkan laba bersihnya. Dengan meningkatnya rasio ini menunjukkan semakin baik kinerja perusahaan. Dengan demikian hubungan antara rasio *Profit Margin on Sales* dengan kinerja perusahaan adalah positif. Nilai *Profit Margin on Sales* yang semakin tinggi maka berarti semakin efisien biaya yang dikeluarkan, yang berarti semakin besar tingkat kembalian keuntungan bersih (Robert Ang, 1997)

Asyik dan Sulistyono (2000) meneliti tentang “Kemampuan rasio keuangan dalam memprediksi laba,” hasilnya *Profit Margin on Sales* berhubungan positif dengan perubahan laba akuntansi. Sehingga *Profit Margin on Sales* diprediksikan berhubungan positif dengan ROE. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan kedalam hipotesis kedua (H2) dan ketujuh (H7) sebagai berikut:

H 2 : Terdapat pengaruh positif *Profit Margin on Sales* terhadap *return on equity (ROE)* pada perusahaan yang membagikan dividen

H 7 : Terdapat pengaruh positif *Profit Margin on Sales* terhadap *return on equity (ROE)* pada perusahaan yang tidak membagikan dividen

2.1.9. Total Assets Turnover

Total Assets Turnover merupakan rasio antara penjualan (bersih) terhadap total asset yang digunakan oleh operasional perusahaan. Rasio ini menunjukkan kemampuan aktiva perusahaan dalam menghasilkan total penjualan bersih. Semakin tinggi rasio *sales to total assets* menunjukkan semakin efektif perusahaan dalam penggunaan aktiva untuk menghasilkan total penjualan bersih. Semakin efektif perusahaan menggunakan aktiva menghasilkan penjualan bersihnya menunjukkan semakin baik kinerja yang

dicapai oleh perusahaan. Secara matematis rasio *Total Assets Turnover* dapat diformulasikan sebagai berikut: (Robert Ang, 1997)

$$\text{Total Assets Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

Penelitian sebelumnya yang menguji pengaruh total assets turnover terhadap ROE dilakukan oleh Asyik dan Sulisty (2000) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *total assets turnover* dapat digunakan untuk memprediksi kinerja perusahaan yang diproksi melalui laba perusahaan namun perlu dilakukan penelitian lanjutan mengenai pengaruh *total assets turnover* terhadap ROE mengingat besarnya laba sangat mempengaruhi besarnya ROE.

2.1.10. Pengaruh *Total Assets Turnover* Terhadap ROE

Rasio ini menunjukkan kemampuan aktiva perusahaan dalam menghasilkan total penjualan bersih. Semakin tinggi rasio *Total Assets Turnover* menunjukkan semakin efektif perusahaan dalam penggunaan aktiva untuk menghasilkan total penjualan bersih. Semakin efektif perusahaan menggunakan aktiva untuk menghasilkan penjualan bersihnya menunjukkan semakin baik kinerja yang dicapai oleh perusahaan. Dengan demikian sangat dimungkinkan bahwa hubungan antara *Total Assets Turnover* dengan ROE adalah positif. Semakin besar total asset turnover akan semakin baik karena berarti semakin efisien seluruh aktiva yang digunakan untuk menunjang kegiatan penjualan (Robert Ang, 1997). ROE yang meningkat karena dipengaruhi oleh total asset turnover (Brigham dan Houston, 2001).

Asyik dan Sulisty (2000) dalam penelitiannya yang berjudul “Kemampuan rasio keuangan dalam memprediksi laba,” meneliti tentang kemampuan rasio-rasio keuangan dalam memprediksi laba, dimana *Total Assets Turnover* berhubungan positif dengan perubahan laba akuntansi. Sehingga *Total Assets Turnover* diprediksikan mempunyai hubungan positif dengan ROE. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan kedalam hipotesis ketiga (H3) dan kedelapan (H8) sebagai berikut:

- H 3 : Terdapat pengaruh positif *Total Assets Turnover* terhadap *return on equity (ROE)* pada perusahaan yang membagikan dividen
- H 8 : Terdapat pengaruh positif *Total Assets Turnover* terhadap *return on equity (ROE)* pada perusahaan yang tidak membagikan dividen

2.1.11. *Institutional Ownership*

Institutional Ownership berfungsi sebagai *monitoring agents*, Moh'd et al (1998) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham (*shareholder dispersion*) antara pemegang saham dari luar (*outside shareholder*) yaitu institutional investor dapat mengurangi agency cost karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor-investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insider*.

Hal senada Bathala et al (1994) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investor*) merupakan salah satu *monitoring agents* penting yang memainkan peranan secara aktif dan konsisten didalam melindungi investasi saham yang dipertaruhkan didalam perusahaan mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Chaganti dan Damanpour (1991) menguji pengaruh kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investor*) sebagai variabel independen terhadap kinerja perusahaan yang diproksi melalui ROE. Dimana hasil penelitiannya menunjukkan hasil adanya pengaruh yang positif antara kepemilikan saham institusi (*Institutional Ownership*) terhadap kinerja perusahaan (ROE). Secara matematis *institutional ownership* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Institutional\ Ownership = \frac{\% Institutional}{\% total\ kepemilikan\ saham}$$

2.1.12. Pengaruh *Institutional Ownership* Terhadap ROE

Dengan pengawasan yang optimal terhadap pihak manajemen maka diharapkan keputusan/kebijakan yang diambil oleh manajemen dapat lebih meningkatkan kinerja perusahaan terutama yang berkaitan dengan kesejahteraan pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa biaya keagenan (*agency cost*) dapat dikurangi dengan meningkatkan *institutional ownership*, dengan biaya keagenan yang kecil maka kinerja perusahaan akan meningkat. Keberadaan *institutional ownership* dalam suatu perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap ROE (Chaganti dan Damanpour, 1991). Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Husnan (2001) yang menunjukkan bahwa perusahaan multinasional yang memiliki *institutional investor* yang tinggi memiliki ROE yang lebih baik dibandingkan perusahaan domestik yang memiliki *institutional investor* yang rendah. Hasil penelitian tersebut didukung oleh Chaganti dan Damanpour (1991) yang juga menunjukkan pengaruh positif antara *Institutional Ownership* terhadap kinerja perusahaan yang tercermin dalam *return on equity* (ROE). Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan kedalam hipotesis keempat (H4) dan kesembilan (H9) sebagai berikut:

H 4: Terdapat pengaruh positif *Institutional Ownership* terhadap *return on equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen

H 9: Terdapat pengaruh positif *Institutional Ownership* terhadap *return on equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen

2.1.13. Insider Ownership

Manajemen yang ditunjuk oleh pemegang saham sering berbeda kepentingan dengan pemegang saham. Adanya konflik dalam keputusan pendanaan karena pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan dalam melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Sebaliknya manajemen yang menanggung biaya ownership dengan mengalokasikan kekayaan pribadi untuk perusahaan,

cenderung menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, tetapi untuk kepentingan pribadi.

Demsetz dan Lehn (1985) menyajikan beberapa argumen untuk hipotesa bahwa *Insider ownership* dapat bervariasi diantara perusahaan-perusahaan. Umumnya, manfaat-manfaat dari *insider ownership* dihubungkan dengan tambahan dalam potensi kontrol dari para manajer yang mengambil andil besar dalam perusahaan. Biaya dari *insider ownership* ditanggung oleh para *insider* yang harus mengalokasikan sebagian besar dari kekayaan mereka untuk perusahaan, dan harus memegang suatu portofolio yang tak terdifersivikasi (*undiversified*). Di sisi lain, manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan meningkatkan beban bunga pinjaman karena risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi.

Kontrol terhadap suatu perusahaan memberikan nilai incremental terbesar bila ternyata *asimetry informasional* antara *insider* dan *outsidernya* paling besar. Jika outsider mengetahui usaha-usaha perusahaan dan manajerial seperti yang diketahui oleh insider, maka nilai *incremental* yang diperoleh *insider* menjadi kecil. Demsetz dan Lehn (1985) berargumen bahwa risiko spesifik perusahaan yang tinggi adalah meningkatkan nilai *insider ownership*, hal ini disebabkan kontribusi para manajer terhadap kinerja perusahaan sulit diukur karena adanya hambatan yang diciptakan oleh faktor-faktor eksternal. Perusahaan-perusahaan dengan jumlah divisi yang besar juga akan lebih mahal untuk dimonitor bagi para *outsider*. Secara matematis *insider ownership* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Insider\ Ownership = \frac{\% Insider}{\% total\ kepemilikan\ saham}$$

2.1.14. Pengaruh *Insider Ownership* Terhadap ROE

Monsen, Chiu dan Cooley (1968) dalam Murali dan Welch (1989) yang menemukan bahwa ROE perusahaan yang dikontrol oleh pemilik mempunyai ROE yang lebih tinggi daripada perusahaan yang dikontrol oleh manajer. Sementara Kemerschen (1968) dalam Murali dan Welch (1989) yang membandingkan pergerakan ROE dari 200 perusahaan yang dikontrol oleh pemilik dan yang dikontrol oleh manajer, hasil penelitiannya tidak ditemukan adanya perbedaan yang signifikan. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan kedalam hipotesis alternatif kelima (H5) dan kesepuluh (H10) sebagai berikut:

H 5: Terdapat pengaruh positif *Insider Ownership* terhadap *return on equity (ROE)* pada perusahaan yang membagikan dividen

H 10: Terdapat pengaruh positif *Insider Ownership* terhadap *return on equity (ROE)* pada perusahaan yang tidak membagikan dividen

2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian Chaganti dan Damanpour (1991) menguji pengaruh kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investor*) sebagai variabel independen terhadap dua variabel dependen yaitu *debt ratio* dan kinerja perusahaan yang diproksi melalui ROE, dengan menggunakan metode analisis regresi yang dilakukan di India dengan sampel pada perusahaan yang go publik di India, Dimana hasil penelitiannya menunjukkan hasil adanya pengaruh yang negatif antara kepemilikan saham institusi terhadap *debt ratio* namun kepemilikan saham institusi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Disarankan bagi manajer perusahaan agar memperhatikan besarnya proporsi kepemilikan saham institusi karena

peningkatan saham institusi berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan

Hasil penelitian Machfoedz (1994) dengan menggunakan prosedur MAXR untuk memprediksi laba di masa mendatang digunakan analisis regresi, t-test dan logit model berdasarkan prosedur MAXR rasio keuangan dikelompokkan menjadi 9 kelompok rasio keuangan yang terdiri dari: *short term liquidity*, *long term solvency*, *profitability*, *productivity*, *indebtedness*, *investment intensiveness*, *leverage*, ROI, dan *equity*. Jumlah rasio keuangan tersebut berjumlah 47 rasio, dimana Machfoedz (1994) telah menguji 13 rasio keuangan sebagaimana nampak dalam Tabel 2.1. dari rasio keuangan yang dipilih terbukti 7 rasio keuangan mampu memprediksi laba periode 1 tahun ke depan. Namun pengujian tersebut terbatas pada industri selain perbankan.

Asyik dan Sulisty (2000) dalam penelitiannya menguji pengaruh Rasio-rasio keuangan yang dapat digunakan untuk memprediksi laba perusahaan antara lain meliputi: (1) *dividend to net income* (DIV/NI), (2) *Total Assets Turnover*, (3) *profit margin on sales*, dan (4) *Long term debt to total asset* (LTD/TA), dimana penelitian ini dilakukan di Indonesia dengan sampel perusahaan industri manufaktur yang listed di BEJ dengan menggunakan metode analisis regresi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa DIV/NI, *Total Assets Turnover*, LTD/TA dan *Profit Margin on Sales* merupakan discriminator terkuat dalam memprediksi laba. Disarankan bagi manajer perusahaan agar lebih memperhatikan faktor-faktor: DIV/NI, *Total Assets Turnover*, LTD/TA dan *Profit Margin on Sales* dalam meningkatkan laba perusahaan

Husnan (2001) dalam penelitiannya menguji pengaruh DER terhadap ROE dengan membandingkan kinerjanya pada perusahaan multinasional dan non multinasional, dimana penelitian ini dilakukan di Indonesia dengan sampel perusahaan yang listed di BEJ dengan menggunakan metode analisis regresi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa DER tidak signifikan berpengaruh terhadap ROE bagi pemegang saham multinasional; sedangkan bagi pemegang saham mayoritas bukan multinasional DER berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE. Disarankan bagi investor yang menanamkan dananya pada perusahaan bukan multinasional perlu memperhatikan besarnya DER karena semakin tinggi DER menurunkan kinerja perusahaan.

Setyarta (2005) dalam penelitiannya menguji pengaruh kepemilikan saham institusi, kepemilikan saham manajemen dan DER terhadap ROE, pada perusahaan industri manufaktur yang listed di BEJ pada periode 2000-2002 dengan sampel sebanyak 51 perusahaan. Dengan menggunakan metode analisis regresi berganda didapatkan hasil bahwa kepemilikan saham manajemen dan kepemilikan saham institusi berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE dengan nilai signifikansi masing-masing sebesar 4,7% dan 2% sedangkan DER menunjukkan pengaruh yang positif terhadap ROE dengan nilai signifikansi sebesar 2,3%. Disarankan bagi investor perlu memperhatikan ketiga faktor tersebut karena ketiga faktor tersebut (kepemilikan saham institusi, kepemilikan saham manajemen dan DER) mempengaruhi besarnya kinerja perusahaan yang tercermin dalam ROE.

Penelitian yang berkaitan dengan rasio-rasio keuangan dan kepemilikan saham yang berpengaruh terhadap ROE telah dilakukan oleh beberapa peneliti, seperti nampak pada tabel 2.1 sebagai berikut:

Tabel 2.1:
Hasil-hasil Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Thn	Variabel	Metode Analisis	Hasil Penelitian
1	Kemerschen dalam Murali dan Welch	1968	Dependen: ROE Independen: Kepemilikan saham pendiri dan kepemilikan saham manajemen	Analisis Regressi	Tidak ditemukan perbedaan terhadap kinerja ROE perusahaan antara perusahaan yang sahamnya dikontrol oleh investor pendiri dan perusahaan yang sahamnya dikontrol oleh manajemen
2	Monsen, Chiu and Cooley dalam Murali dan Welch	1968	Dependen: ROE Independen: Kepemilikan saham pendiri dan kepemilikan saham manajemen	Analisis Regressi	kinerja ROE perusahaan yang sahamnya dikontrol oleh investor pendiri mempunyai ROE lebih tinggi daripada ROE perusahaan yang sahamnya dikontrol oleh manajemen
3	Palmer dalam Murali dan Welch	1973	Dependen: ROE Independen: Kepemilikan saham pendiri dan kepemilikan saham manajemen	Analisis Regressi	Kepemilikan saham yang dimonopoli oleh pemilik (<i>owner controlled firm</i>) menghasilkan ROE yang lebih tinggi dari pada perusahaan yang dikontrol oleh manajemen
4	Levin dan Levin dalam Murali dan Welch	1982	Dependen: ROE Independen: Kepemilikan saham pendiri dan kepemilikan saham manajemen	Analisis Regressi	Ditemukan perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang dikontrol oleh pemilik dengan yang dikontrol oleh manajer.
5	Chaganti dan Damanpour	1991	Dependen: <i>debt ratio</i> dan ROE Independen:	Analisis Regressi	Kepemilikan saham institutional berhubungan negatif terhadap <i>debt ratio</i> namun kepemilikan

			Kepemilikan Saham Institutional		saham institutional berpengaruh positif terhadap ROE
--	--	--	---------------------------------	--	--

No	Peneliti	Thn	Variabel	Metode Analisis	Hasil Penelitian
6	Machfoedz	1994	Dependen: Laba Independen: CFCL,NWTLFA,GPS, OIS, <i>Profit Margin on Sales</i> , QAI, OITL, NWS, CLI,NINW, NITL,CLNW, NWTL	Analisis Regressi	Variabel yang signifikan berpengaruh terhadap laba adalah CFCL, NWTLFA, GPS, QAI, NINW, NITL dan CLNW
7	Asyik dan Sulistyio	2000	Dependen: Prediksi Laba Independen: DIV/Ni, <i>Total Assets Turnover</i> , LTD/TA, <i>Profit Margin on Sales</i> dan INPPE/TU	Analisis Regressi	DIV/Ni, <i>Total Assets Turnover</i> , LTD/TA dan <i>Profit Margin on Sales</i> merupakan discriminator terkuat dalam memprediksi laba, sedangkan INPPE/TU relatif lebih kecil dalam memprediksi laba.
8	Suad Husnan	2001	Dependen: ROE dan Return Independen: DER	Analisis Regressi	DER tidak signifikan berpengaruh terhadap ROE bagi pemegang saham multinasional; sedangkan bagi pemegang saham mayoritas bukan multinasional DER berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE.
9	Setyarta	2005	Dependen: ROE Independen: Kepemilikan Institusi, Kepemilikan manajemen dan DER	Analisis Regressi	Kepemilikan saham manajemen dan kepemilikan saham institusi berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE dengan nilai signifikansi masing-masing sebesar 4,7% dan 2% sedangkan DER menunjukkan pengaruh yang positif terhadap ROE dengan nilai signifikansi sebesar 2,3%

Keterangan: CFCL: Cash Flow to Current Liability, NWTLFA: Net Working to Total Liability Fixed Asset, GPS: Gross Profit to Sales, OIS: Over Inventory to Sales, QAI: Quick Asset to Inventory, OITL: Over Inventory to Total Liability, NWS: Net Working to Sales, CLI: Current Liability to Inventory, NINW: Net Income to Net Working, NITL: Net Income to Total Liability, CLNW: Current

Liability to Net Working, NWTL: Net Working to Total Liability, DIV/NI: Dividend to Net Income, LTD/TA: Long Term Debt to Total Asset, ROE: Return on Equity dan DER: Debt to Equity Ratio

Sumber: Dari berbagai jurnal

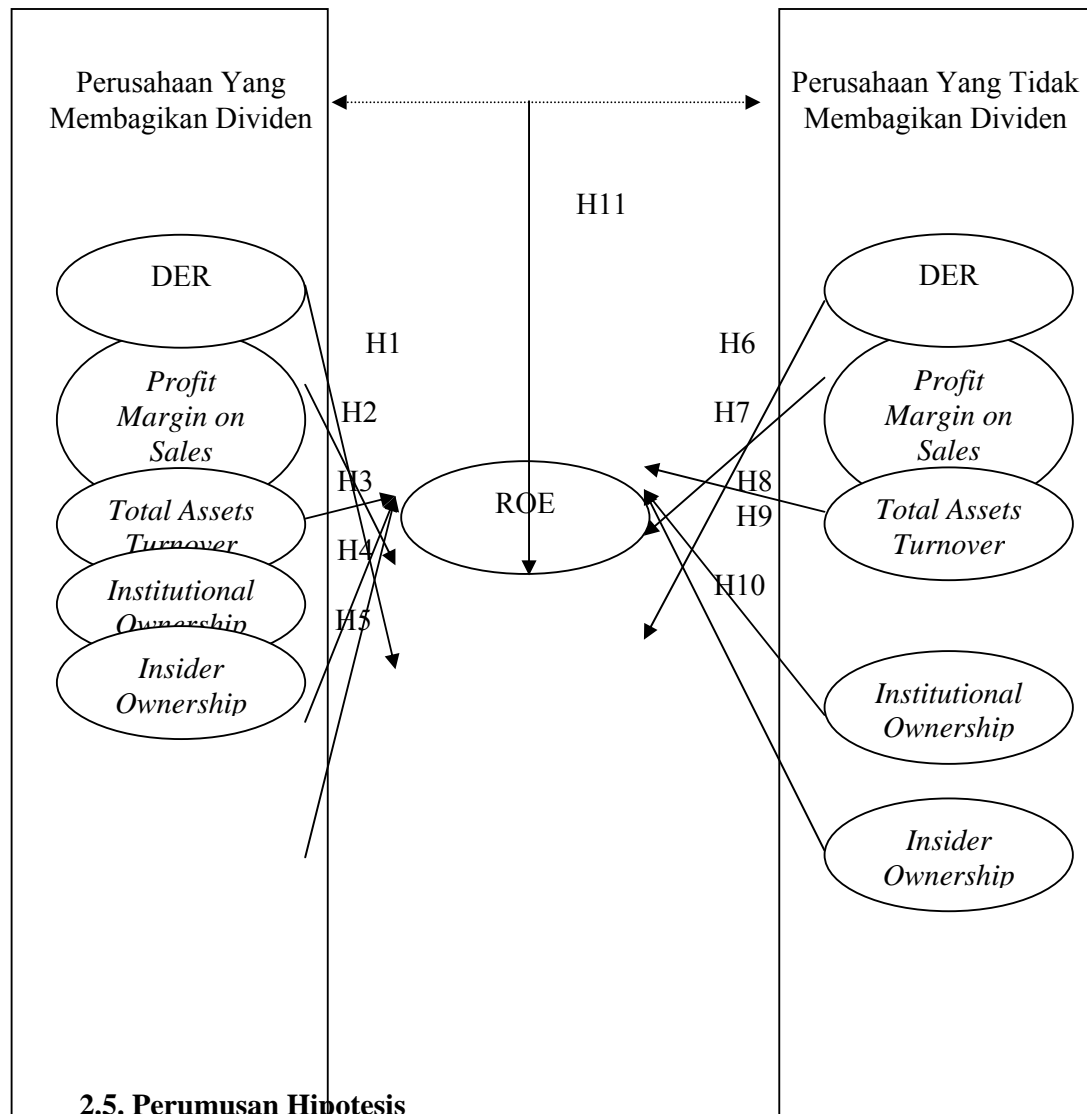
2.3. Posisi Penelitian

Penelitian ini mengacu saran dari Asyik dan Sulistyio (2000) agar memperluas sampel penelitian pada semua perusahaan yang listed di BEJ agar mendapatkan hasil yang lebih baik. Sementara Husnan (2001) dalam penelitiannya yang menguji kinerja perusahaan yang ukur melalui ROE dengan variabel independen hanya DER, oleh karena itu Husnan (2001) menyarankan agar menambah variabel independen yang mempengaruhi ROE agar didapatkan hasil yang lebih baik. Dalam penelitian ini selain DER yang digunakan sebagai variabel independen yang mempengaruhi ROE, ditambahkan variabel *Total Assets Turnover* dan *Profit Margin on Sales* yang dijustifikasi oleh Asyik dan Sulistyio (2000), Institutional Ownership yang dijustifikasi oleh Chaganti dan Damanpour (1991), dan insider ownership yang dijustifikasi oleh Murali dan Welch (1989) maka penelitian tentang analisis pengaruh rasio-rasio keuangan dan kepemilikan saham terhadap *return on Equity* (ROE) pada perusahaan non keuangan yang membagikan dividen dan yang tidak membagikan dividen di BEJ periode tahun 2004-2006 layak dilakukan.

2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan telaah pustaka tersebut maka kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini dapat digambarkan pada gambar 2.1 sebagai berikut:

Gambar 2.1:
Kerangka Pemikiran Teoritis



Hipotesis 1: Terdapat pengaruh positif DER terhadap *return on equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen

- Hipotesis 2: Terdapat pengaruh positif *Profit Margin on Sales* terhadap *return on equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen
- Hipotesis 3: Terdapat pengaruh positif *Total Assets Turnover* terhadap *return on equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen
- Hipotesis 4: Terdapat pengaruh positif *Institutional Ownership* terhadap *return on equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen
- Hipotesis 5: Terdapat pengaruh positif *Insider Ownership* terhadap *return on equity* (ROE) pada perusahaan yang membagikan dividen
- Hipotesis 6: Terdapat pengaruh positif DER terhadap *return on equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen
- Hipotesis 7: Terdapat pengaruh positif *Profit Margin on Sales* terhadap *return on equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen
- Hipotesis 8: Terdapat pengaruh positif *Total Assets Turnover* terhadap *return on equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen
- Hipotesis 9: Terdapat pengaruh positif *Institutional Ownership* terhadap *return on equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen
- Hipotesis 10: Terdapat pengaruh positif *Insider Ownership* terhadap *return on equity* (ROE) pada perusahaan yang tidak membagikan dividen
- Hipotesis 11: Terdapat perbedaan pengaruh dari *Debt To Equity Ratio* (DER), *Profit Margin on Sales*, *Total Assets Turnover*, *Institutional Ownership*, dan *Insider Ownership* terhadap perusahaan yang membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta dan perusahaan yang tidak membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta

2.6. Definisi Operasional variabel

Secara garis besar definisi operasional variabel digambarkan pada tabel 2.2 berikut ini:

Tabel 2.2
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Skala	Pengukuran
1	<i>Debt to Equity Ratio</i>	Rasio antara total hutang terhadap total modal sendiri yang mencerminkan struktur modal perusahaan	Rasio	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$
2	<i>Profit Margin on Sales</i>	Rasio antara <i>net income</i> terhadap <i>net sales</i>	Rasio	$\frac{\text{II. Net Income}}{\text{III. Net Sales}}$
3	<i>Total Assets Turnover</i>	Rasio antara <i>net sales</i> terhadap <i>total assets</i>	Rasio	$\frac{\text{Net Sales}}{\text{Total Assets}}$
5	<i>Insider Ownership</i>	Kepemilikan saham manajemen merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh Insider yang diukur melalui perbandingan antara prosentase kepemilikan saham oleh manajemen dengan prosentase jumlah saham yang beredar. Kepemilikan saham manajemen adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (manajer, direktur, dan komisaris).	Rasio	$\frac{\% \text{ Insider}}{\% \text{ kepemilikan saham}}$
No	Variabel	Definisi	Skala	Pengukuran
6	<i>Return on Equity</i>	Rasio antara <i>net income after tax</i> (NIAT) terhadap <i>Shareholder Equity</i>	Rasio	$\frac{\text{NIAT}}{\text{Shareholder Equity}}$ Shareholder Equity merupakan modal

				sendiri perusahaan
--	--	--	--	-----------------------

BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang sumber datanya diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2007) untuk periode pengamatan 2004 s/d 2006 secara tahunan.

3.2. Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang sahamnya terdaftar di BEJ sejak 2004-2006 yang berjumlah 272 perusahaan yang dikelompokkan ke dalam 9 sektor industri seperti ditunjukkan pada tabel 3.1 berikut:

Tabel 3.1:
Jumlah Perusahaan yang Sahamnya Terdaftar di BEJ

No	Kelompok Industri	Jumlah
1	Agriculture	15
2	Mining	10
3	Basic Industry	57
4	Miscellaneous Indutry	55
5	Consumer Goods	38
6	Property & Real Estate	37
7	Infras. Util. & Transport.	18
8	Finance	58
9	Trade & Service	42
	Total	330

Sumber: Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2007)

Untuk menentukan sampel digunakan teknik sampel *purposive*

sampling dengan kriteria:

1. Perusahaan yang listed di BEJ yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2004-2006); terdapat sejumlah 272 perusahaan
2. Perusahaan yang listed di BEJ yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen selama periode pengamatan (2004-2006); terdapat sejumlah 119 perusahaan.
3. Perusahaan yang listed di BEJ yang membagi dividen dan yang tidak membagi dividen selama periode pengamatan (2004-2006); terdapat sejumlah 119 perusahaan

Berdasarkan teknik sampel diatas diperoleh sampel sejumlah 119 perusahaan dengan 52 perusahaan yang membagikan dividen dan 67 perusahaan yang tidak membagikan dividen.

3.3. Metode Pengumpulan Data

Sesuai dengan jenis data yang diperlukan yaitu data sekunder maka teknik pengumpulan data untuk keperluan penelitian ini digunakan dengan metode dokumentasi dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2007) periode tahun 2004, 2005 dan 2006

3.4. Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap masing-masing hipotesis yang diajukan dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut:

Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) baik secara parsial dilakukan dengan menggunakan uji-t sementara pengujian secara bersama-sama dilakukan dengan uji-f pada level 5% ($\alpha = 0,05$).

a. Uji t-statistik

Uji keberartian koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik-t. Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya. Uji ini dilakukan untuk menguji hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 10, adapun hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

$$H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0 \text{ dan}$$

$$H_i \neq \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq \beta_5 \neq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen X_i terhadap variabel dependen (Y).

Nilai t-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Error } b_i}$$

Jika $t_{hitung} > t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}} (\alpha, n-k-1)$, maka H_0 diterima.

b. Uji F-statistik

Uji ini digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Hipotesis ini dirumuskan sebagai berikut :

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_i : \rho \neq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen (X_1 s/d X_5) terhadap variabel dependen (Y).

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$F_{\text{hitung}} : \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)}$$

Jika $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}} (\alpha, k-1, n-1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $F_{\text{hitung}} < F_{\text{tabel}} (\alpha, k-1, n-k)$, maka H_0 diterima.

Untuk menguji dominasi variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) dilakukan dengan melihat pada koefisien beta standar.

3.5. Pengujian Asumsi Klasik

Mengingat data penelitian yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk memenuhi syarat yang ditentukan sebelum dilakukan uji hipotesis melalui uji-t dan uji-f serta untuk menentukan ketepatan model maka perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang digunakan yaitu: uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut:

3.5.1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk mendeteksi normalitas dapat dilakukan dengan uji statistik. Test ststistik sederhana yang dapat dilakukan adalah berdasarkan nilai kurtosis atau skewness. Nilai z statistik untuk skewness dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Imam Ghozali,2001)

$$Z_{\text{skewness}} = \frac{\text{Skewness}}{\sqrt{6/N}}$$

Sedangkan nilai z kutosis dapat dihitung dengan rumus: (Imam Ghozali, 2001)

$$Z_{\text{kurtosis}} = \frac{\text{Kurtosis}}{\sqrt{24/N}}$$

Dimana N adalah jumlah sample, jika nilai Z hitung > Z Tabel, maka distribusi tidak normal. Misalkan nial Z hitung > 2,58 menunjukkan penolakan asumsi normalitas pada tingkat signifikansi 0,10 dan pada tingkat signifikansi 0,05 nilai Z Tabel = 1,96. Uji test statistik lain yang juga digunakan antara lain analisis grafik histogram, normal probability plots dan Kolmogorov-Smirnov test (Imam Ghozali, 2002).

3.5.2. Uji Multikolinearitas

Pengujian asumsi kedua adalah uji multikolinearitas (*multicollinearity*) antar variabel-variabel independen yang masuk ke dalam model. Metode untuk mendiagnose adanya *multicollinearity* dilakukan dengan diduga korelasi (r) diatas 0,70 (Singgih Santoso, 1999); dan ketika korelasi derajat nol juga tinggi, tetapi tak satupun atau sangat sedikit

koefisien regresi parsial yang secara individu signifikan secara statistik atas dasar pengujian t yang konvensional (Gujarati, 1995:166). Disamping itu juga dapat digunakan uji *Variance Inflation Faktor* (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{VIF} = 1 / \text{Tolerance}$$

Jika VIF lebih besar dari 10, maka antar variabel bebas (*independent variabel*) terjadi persoalan multikolinearitas (Imam Ghazali, 2002).

3.5.3. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian asumsi ketiga adalah *heteroscedasticity* untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas yang dilakukan dengan *Glejser-test* yang dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Gujarati, 1995 : 187).

$$|e_i| = B_1 X_i + V_i$$

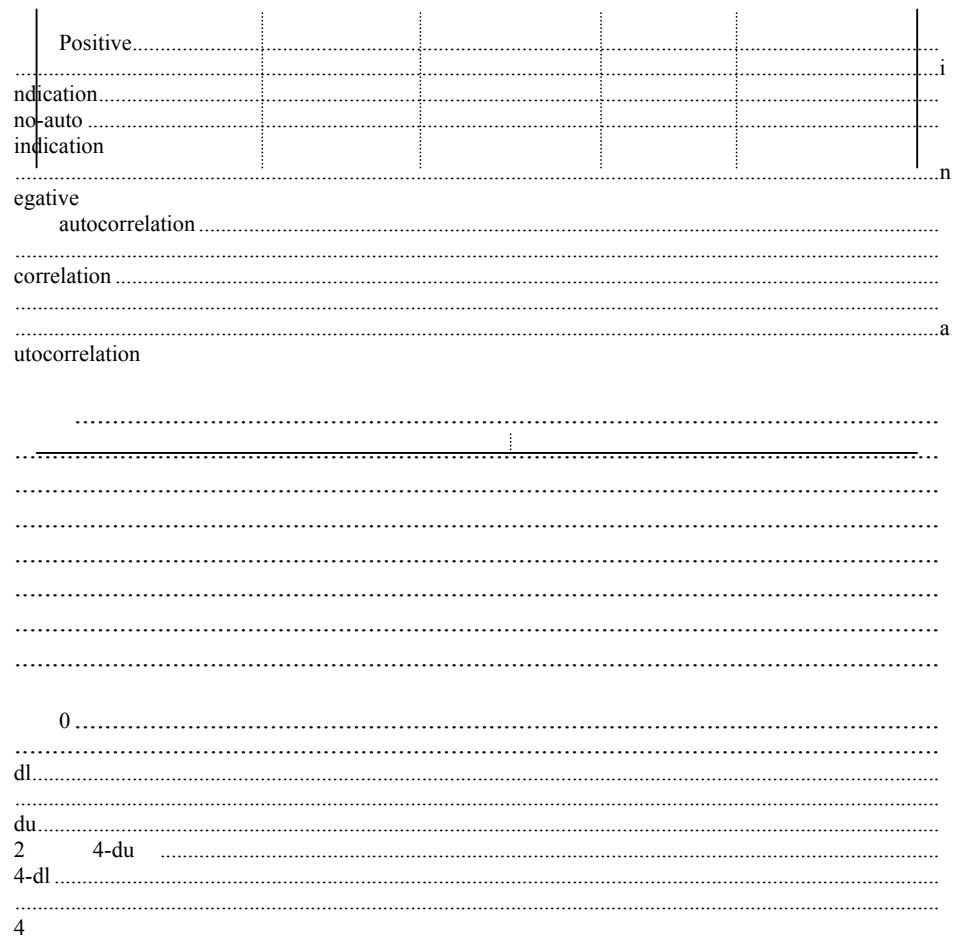
X_i : variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance (δ_i^2); dan

V_i : unsur kesalahan.

3.5.4. Uji Autokorelasi

Pengujian asumsi ke-empat dalam model regresi linier klasik adalah *autocorrelation*. Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test*, dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah dl , du , $4 - dl$, dan $4 - du$. Jika nilainya mendekati 2 maka tidak terjadi autokorelasi, sebaliknya jika mendekati 0 atau 4 terjadi autokorelasi (+/-). Posisi angka *Durbin-Watson test* dapat digambarkan dalam gambar 3.1

Gambar 3.1:
Posisi Angka Durbin Watson



3.6. Teknik Analisis

Untuk menguji besarnya pengaruh serta tanda positif atau negatif dari variabel-variabel independen (*DER*, *DER*, *Profit Margin on Sales*, *Total Assets Turnover*, *Institutional Ownership* dan *Insider Ownership*) terhadap *ROE*, maka dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (*ordinary least square – OLS*) dengan dua model persamaan sebagai berikut :

Model 1: perusahaan yang membagikan dividen

$$Y = b_0 - b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + e$$

Model 1: perusahaan yang tidak membagikan dividen

$$Y = b_0 - b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + e$$

Keterangan:

Y : *Return on Equity (ROE)*;

X₁ : *Debt to Equity Ratio (DER)*;

X₂ : *Profit Margin on Sales*

X₃ : *Total Assets Turnover*

X4 : *Institutional Ownership*

X5 : *Insider Ownership*

bo : Konstanta

b1 s/d b5 : Koefisien Regresi dari masing-masing variabel independen

e : Variabel residual.

Besarnya konstanta tercermin dalam “bo”, dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variabel independen ditunjukkan dengan b_1 , b_2 , b_3 , b_4 , dan b_5 . Pada model persamaan diatas dapat diketahui tanda positif ataupun negatif dari masing-masing pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya.

Untuk menguji hipotesis 11 digunakan uji Chow test, dimana Chow test adalah alat untuk menguji test for equality of coefficients atau uji kesamaan koefisien dan test ini ditemukan oleh Gregory Chow, oleh karena itu untuk membedakan hasil regresi pada perusahaan yang membagikan dividen, dan yang tidak membagikan dividen, selanjutnya digunakan model regresi *Chow Test* (alat untuk menguji kesamaan koefisien). Langkah Melakukan Chow Test (Ghozali, 2004):

1. Lakukan regresi dengan observasi total (seluruh perusahaan sampel, $n=42$) dan dapatkan nilai restricted residual sum of squares atau RSSr (RSS3) dengan $df=(n1+n2-k)$ dimana k adalah jumlah parameter yang diestimasi dalam hal ini 3.
2. Lakukan regresi dengan observasi pada perusahaan yang membagikan dividen dan dapatkan nilai RSS1 dengan $df=(n1-k)$.
3. Lakukan regresi dengan observasi pada perusahaan yang tidak membagikan dividen dan dapatkan nilai RSS2 dengan $df=(n2-k)$.
4. jumlahkan nilai RSS1, RSS2 dan RSS3 untuk mendapatkan apa yang disebut unrestricted residual sum of squares (RSSur):

$RSS_{Sur} = RSS_1 + RSS_2$, dengan df $(n_1 + n_2 - 2k)$

5. Hitunglah nilai F test dengan rumus:

$$F_{hit} = \frac{-(RSS_r - RSS_{Sur})/k}{RSS_{Sur} / (n_1 + n_2 - 2k)}$$

RSS_r : *Sum of Squared Residual* untuk regresi dengan total observasi

RSS_{Sur} : Penjumlahan *Sum of Squared Residual* dari masing-masing regresi menurut kelompok.

n : Jumlah observasi

k : Jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression*.

r : Jumlah parameter yang diestimasi pada *unrestricted regression*.

6. Nilai rasio F mengikuti distribusi F dengan k dan $(n_1 + n_2 - 2k)$ sebagai df untuk penyebut maupun pembilang.

7. Selanjutnya hasil dari F hitung ini akan dibandingkan dengan F tabel, jika $F_{hitung} > F_{tabel}$, maka hipotesis nol dapat ditolak. Jadi ada beda variabel independen (DER, Profit Margin on Sales, Total Asset Turnover, Institutional Ownership, dan Insider Ownership) antara perusahaan yang membagikan dividen dan yang tidak membagikan dividen dalam mempengaruhi besarnya ROE. Jika $F_{hitung} < F_{tabel}$ maka yang terjadi sebaliknya

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan data-data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan dari hasil pengolahan tersebut. Adapun urutan pembahasan secara sistematis adalah sebagai berikut: deskripsi umum hasil penelitian, pengujian asumsi klasik, analisis data yang berupa hasil analisis regresi, pengujian variabel independen secara parsial dan simultan dengan model regresi, pembahasan tentang pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Sedangkan untuk menguji perbedaan DER, *Profit margin on sales*, *Total Assets Turnover*, *Institutional Ownership*, dan *Insider Ownership* dalam mempengaruhi *return on equity* (ROE) antara perusahaan yang membagikan dividen dan perusahaan yang tidak membagikan dividen digunakan uji Chow Test.

Dari seluruh emiten yang terdaftar di BEJ tidak semua dijadikan sampel penelitian, karena dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah perusahaan industri non keuangan yang listed di BEJ periode 2004-2006 yang mengeluarkan data-data keuangan dan yang menghasilkan laba positif selama periode pengamatan (2004-2006). Dari 272 perusahaan yang terdaftar hanya 119 perusahaan yang memenuhi semua syarat penelitian untuk dijadikan sampel. Beberapa sampel digugurkan karena tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan karena ketidaklengkapan data.

4.1. Data Deskriptif

Berdasarkan data mentah yang diinput dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2007) maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yang meliputi ROE, DER, PMS, Total Asset Turnover, Institutional Ownership, dan Insider Ownership

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi (δ) dari masing-masing variabel penelitian pada perusahaan yang membagikan dividen dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1.
Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean, Median, Modus
dan Standar Deviasi (Perusahaan yang membagikan Dividen)

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	156	,02	20,15	1,6387	2,50211
PMS	156	-11,40	,46	,0076	,93281
TAT	156	,00	3,24	,9968	,74857
Institusi	156	5,44	93,20	58,5065	20,73981
Insider	156	,01	67,07	9,0315	16,75658
ROE	156	-,24	,48	,1150	,09708
Valid N (listwise)	156				

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 1

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 4.1 tersebut nampak bahwa dari 156 pengamatan pada perusahaan yang membagikan dividen, rata-rata ROE selama periode pengamatan (2004-2006) sebesar 0,1150 dengan standar deviasi (SD) sebesar 0,09708. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih kecil daripada rata-rata ROE. Demikian pula nilai minimum yang lebih kecil dari rata-ratanya (-0,24) dan nilai maksimum yang lebih besar daripada nilai rata-ratanya (0,48) menunjukkan bahwa data variabel ROE mengindikasikan hasil yang baik, hal tersebut dikarenakan standar deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut cukup rendah karena lebih kecil dari nilai rata-ratanya.

Sedangkan nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi (δ) dari masing-masing variabel penelitian pada perusahaan yang tidak membagikan dividen dapat dilihat pada tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2.
Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean, Median, Modus dan Standar Deviasi (Perusahaan yang tidak membagikan Dividen)

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	201	,02	54,70	2,7979	5,56190
PMS	201	-1,60	10,98	,1295	1,15347
TAT	201	,00	3,12	,6545	,62863
Institusi	201	,52	98,46	57,2667	22,36452
Insider	201	,01	90,11	12,3811	19,90958
ROE	201	-11,84	,91	,1127	,95543
Valid N (listwise)	201				

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 6

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 4.2 tersebut nampak bahwa dari 201 pengamatan pada perusahaan yang tidak membagikan dividen, rata-rata ROE selama periode pengamatan (2004-2006) sebesar 0,1127 dengan standar deviasi (SD) sebesar 0,95543. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih besar daripada rata-rata ROE. Demikian pula nilai minimum yang lebih kecil dari rata-ratanya (-11,84) dan nilai maksimum yang lebih besar daripada nilai rata-ratanya (0,91) menunjukkan bahwa data variabel ROE pada perusahaan yang tidak membagikan dividen mengindikasikan hasil yang kurang baik baik, hal tersebut dikarenakan standar deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut cukup tinggi karena lebih besar dari nilai rata-ratanya.

4.2.1. Hasil Uji Asumsi Klasik

Sampel hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan selama tiga tahun, maka sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu yang

meliputi: normalitas data, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang dilakukan sebagai berikut:

1. Normalitas Data

Untuk menentukan data dengan uji Kolmogorov-Smirnov, nilai signifikansi harus diatas 0,05 atau 5% (Imam Ghozali, 2004). Pengujian terhadap normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov menunjukkan semua variabel yaitu: DER, PMS, Total Asset Turnover, Institutional Ownership, Insider Ownership, dan ROE mempunyai nilai signifikansi masing-masing sebesar 0,104, 0,121, 0,090, 0,599, 0,052, dan 0,174 untuk perusahaan yang membagikan dividen, sedangkan nilai signifikansi kolmogorov smirnov pada masing-masing variabel untuk perusahaan yang tidak membagikan dividen masing-masing sebesar: 0,098; 0,103; 0,171; 0,157; 0,205; dan 0,058. Dimana hasilnya menunjukkan tingkat signifikansi diatas 0,05, hal ini berarti data yang ada terdistribusi normal. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada Tabel 4.3 berikut:

Tabel 4.3
Kolmogorov-Smirnov (Perusahaan yang membagikan Dividen)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	DER	PMS	TAT	Institusi	Insider	ROE
N	156	156	156	156	156	156
Normal Parameters						
Mean	1,6387	,0076	,9968	58,5065	9,0315	,1150
Std. Deviation	2,50211	,93281	,74857	20,73981	6,75658	,09708
Most Extreme Differences						
Absolute	,297	,248	,100	,061	,314	,088
Positive	,297	,328	,100	,052	,314	,088
Negative	-,259	-,248	-,091	-,061	-,295	-,055
Kolmogorov-Smirnov Z	1,704	1,590	1,245	,767	1,927	1,105
Asymp. Sig. (2-tailed)	,104	,121	,090	,599	,052	,174

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 5

Sedangkan uji normalitas untuk masing-masing variabel pada perusahaan yang tidak membagikan dividen dapat dijelaskan pada Tabel berikut:

Tabel 4.4
Kolmogorov-Smirnov (Perusahaan yang Tidak membagikan Dividen)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test						
	DER	PMS	TAT	Institusi	Insider	ROE
N	201	201	201	201	201	201
Normal Parameters						
Mean	2,7979	,1295	,6545	57,2667	12,3811	,1127
Std. Deviation	5,56190	1,15347	,62863	2,36452	9,90958	,95543
Most Extreme Differences						
Absolute	,209	,278	,149	,100	,267	,265
Positive	,177	,278	,110	,069	,247	,229
Negative	-,209	-,208	-,149	-,100	-,267	-,265
Kolmogorov-Smirnov Z	1,670	1,542	1,311	1,411	1,288	1,874
Asymp. Sig. (2-tailed)	,098	,103	,171	,157	,205	,058

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 6

2. Hasil Uji Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinearitas antar variabel independen digunakan *variance inflation factor* (VIF). Sampel hasil yang ditunjukkan dalam output SPSS maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independent untuk perusahaan yang membagikan dividen dapat dilihat pada tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.5
Hasil Perhitungan VIF (Perusahaan yang Membagikan Dividen)

Coefficients ^a			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	DER	,897	1,115
	PMS	,963	1,038
	TAT	,926	1,080
	Institusi	,579	1,728
	Insider	,602	1,662

a. Dependent Variable: ROE

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 1

Sedangkan uji multikolinieritas untuk masing-masing variabel pada perusahaan yang tidak membagikan dividen dapat dijelaskan pada Tabel berikut:

Tabel 4.6
Hasil Perhitungan VIF (Perusahaan yang tidak Membagikan Dividen)

Coefficients ^a			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	DER	,890	1,124
	PMS	,897	1,115
	TAT	,917	1,090
	Institusi	,683	1,465
	Insider	,722	1,385

a. Dependent Variable: ROE

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 7

Sampel Tabel 4.5 dan Tabel 4.6 menunjukkan bahwa keempat variabel independen tidak terjadi multikolinearitas karena nilai VIF < 5,00. Dengan demikian empat variabel independen (DER, PMS, Total Asset Turnover, Institutional Ownership, dan Insider Ownership) dapat digunakan untuk memprediksi ROE selama periode pengamatan.

3. Heteroskedastisitas

Uji *Glejser test* digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas.

Glejser menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari e_i terhadap variabel X (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan δ_i^2 dengan menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

dimana:

$[e_i]$ merupakan penyimpangan residual; dan X_i merupakan variabel bebas.

Hasil uji heteroskedastisitas pada perusahaan yang membagikan dividen dapat ditunjukkan dalam Tabel 4.7 sebagai berikut:

Tabel 4.7
Hasil Uji Heteroskedastisitas Perusahaan yang Membagikan Dividen
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,067	,020		3,276	,001
DER	,004	,002	,185	1,931	,053
PMS	-,002	,005	-,032	-,398	,691
TAT	-,004	,006	-,048	-,573	,568
Institusi	,000	,000	,017	,165	,869
Insider	,000	,000	,036	,348	,728

a. Dependent Variable: RES

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 4

Sedangkan uji heteroskedastisitas untuk masing-masing variabel pada perusahaan yang tidak membagikan dividen dapat dijelaskan pada Tabel berikut:

Tabel 4.8
Hasil Uji Heteroskedastisitas Perusahaan yang tidak Membagikan Dividen

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,115	,227		,504	,615
DER	,019	,012	,146	1,842	,057
PMS	,022	,056	,029	,398	,691
TAT	,153	,102	,108	1,493	,137
Institusi	-,001	,003	-,013	-,151	,880
Insider	-,002	,004	-,048	-,588	,557

a. Dependent Variable: RES

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 10

Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam Tabel 4.7 dan Tabel 4.8 tersebut nampak bahwa semua variabel bebas menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan.

4. Hasil Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hal tersebut untuk menguji apakah model linier mempunyai korelasi antara *disturbance error* pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Hasil regresi dengan *level of significance* 0.05 ($\alpha = 0.05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 5$) dan banyaknya data ($n = 128$). Adapun hasil dari uji autokorelasi dapat dilihat pada Tabel 4.9 berikut:

Tabel 4.9:
Hasil Uji Autokorelasi Perusahaan yang Membagikan Dividen

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,440 ^a	,258	,226	,09581	1,865

a. Predictors: (Constant), Insider, PMS, TAT, DER, Institusi

b. Dependent Variable: ROE

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 4

Sedangkan uji autokorelasi untuk perusahaan yang tidak membagikan dividen dapat dijelaskan pada Tabel berikut:

Tabel 4.10:
Hasil Uji Autokorelasi Perusahaan yang tidak Membagikan Dividen

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,436 ^a	,256	,232	,94016	1,994

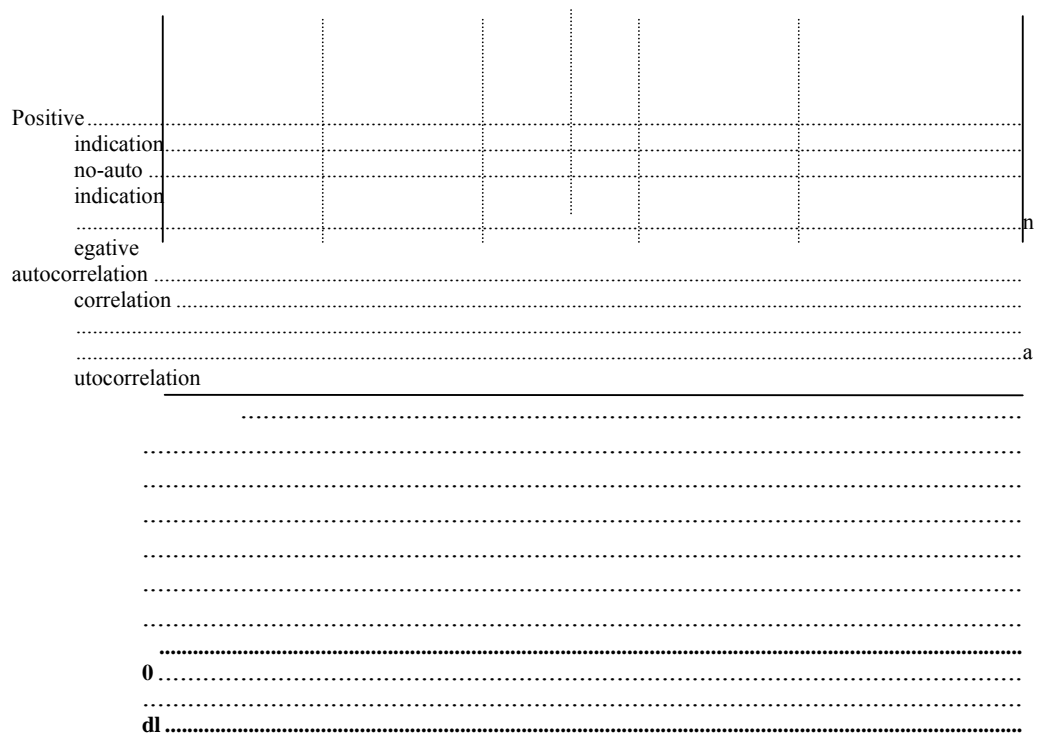
a. Predictors: (Constant), Insider, PMS, TAT, DER, Institusi

b. Dependent Variable: ROE

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 11

Berdasarkan hasil hitung Durbin Watson sebesar 1,865 dan 1,994; sedangkan dalam tabel DW untuk “k”=5 dan N=128 besarnya DW-tabel: dl (batas luar) = 1,59; du (batas dalam) = 1,76; $4 - du = 2,24$; dan $4 - dl = 2,41$ maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah uji. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.2 sebagai berikut:

Gambar 4.2
Hasil Uji Durbin Watson



du	D	4-du
4-dl		1,59	1,76 1,865 2,24 2,41.....
4			1,994

Sesuai dengan gambar 4.2 tersebut menunjukkan bahwa Durbin Watson berada di daerah *no autocorrelation*

4.2.2. Hasil Analisis

Berdasarkan hasil output SPSS nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama lima variabel independen tersebut (DER, PMS, *Total Asset Turnover*, *Institutional Ownership*, dan *Insider Ownership*) terhadap ROE pada perusahaan yang membagikan dividen seperti ditunjukkan pada tabel 4.11. sebagai berikut :

Tabel 4.11
Hasil Perhitungan Regresi Simultan (Perusahaan yang membagikan dividen)

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,084	5	,017	2,183	,031 ^a
	Residual	1,377	150	,009		
	Total	1,461	155			

a. Predictors: (Constant), Insider, PMS, TAT, DER, Institusi

b. Dependent Variable: ROE

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 4

Sedangkan uji-f untuk perusahaan yang tidak membagikan dividen dapat dijelaskan pada Tabel berikut:

Tabel 4.12

Hasil Perhitungan Regresi Simultan (Perusahaan yang tidak membagikan dividen)

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	10,209	5	2,042	2,310	,046 ^a
	Residual	172,359	195	,884		
	Total	182,568	200			

a. Predictors: (Constant), Insider, PMS, TAT, DER, Institusi

b. Dependent Variable: ROE

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 5

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 2,183 dan 2,310 dan nilai signifikansi sebesar 0,031 dan 0,046. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan terdapat pengaruh yang signifikan variabel DER, PMS, *Total Asset Turnover*, *Institutional Ownership*, dan *Insider Ownership* secara bersama-sama terhadap variabel ROE baik pada perusahaan yang membagikan dividen maupun yang tidak membagikan dividen.

Nilai koefisien determinasi ($\text{adjusted } R^2$) untuk perusahaan yang membagikan dividen sebesar 0,226 atau 22,6% hal ini berarti 22,6% variasi ROE yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu DER, PMS, *Total Asset Turnover*, *Institutional Ownership*, dan *Insider Ownership* sedangkan sisanya sebesar 77,4% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,440 ^a	,258	,226	,09581

a. Predictors: (Constant), Insider, PMS, TAT, DER, Institusi

b. Dependent Variable: ROE

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 2

Sedangkan nilai koefisien determinasi (adjusted R²) untuk perusahaan yang tidak membagikan dividen sebesar 0,232 atau 23,2% hal ini berarti 23,2% variasi ROE yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu DER, PMS, *Total Asset Turnover*, *Institutional Ownership*, dan *Insider Ownership* sedangkan sisanya sebesar 76,8% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,436 ^a	,256	,232	,94016

a. Predictors: (Constant), Insider, PMS, TAT, DER, Institusi

b. Dependent Variable: ROE

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 8

Sementara itu secara parsial pengaruh dari lima variabel independen tersebut terhadap ROE pada perusahaan yang membagikan dividen ditunjukkan pada tabel 4.13 sebagai berikut:.....

Tabel 4.13
Hasil Perhitungan Regresi Parsial Perusahaan yang membagikan Dividen

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,133	,034		3,922	,000
	DER	,007	,003	,205	2,258	,030
	PMS	,018	,008	,174	2,151	,033
	TAT	,025	,011	,212	2,355	,027
	Institusi	,000	,000	,092	,879	,381
	Insider	,001	,001	,094	,920	,359

a. Dependent Variable: ROE

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 5

Dari tabel 4.13 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$ROE = 0,205 \text{ DER} + 0,174 \text{ PMS} + 0,212 \text{ TAT} + 0,092 \text{ Institusi} + 0,094$$

Insider

Hasil penelitian menunjukkan variabel DER, PMS, dan TAT berpengaruh signifikan terhadap ROE dengan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 masing-masing sebesar 0,030; 0,033; dan 0,027. Sedangkan *Institusional ownership* dan *Insider ownership* tidak berpengaruh signifikan karena mempunyai nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 masing-masing sebesar 0,381 dan 0,359.

Sedangkan secara parsial pengaruh dari lima variabel independen tersebut terhadap ROE pada perusahaan yang tidak membagikan dividen ditunjukkan pada tabel 4.14 sebagai berikut:.....

Tabel 4.14
Hasil Perhitungan Regresi Parsial Perusahaan yang tidak membagikan Dividen

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-,037	,245		-,152	,879
DER	-,036	,013	-,210	-2,849	,005
PMS	,051	,061	,061	,836	,404
TAT	,137	,110	,090	1,239	,217
Institusi	,002	,004	,046	,541	,589
Insider	,001	,004	,005	,063	,950

a. Dependent Variable: ROE

Sumber: Lampiran output SPSS halaman 11

Dari tabel 4.14 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$ROE = -0,210 \text{ DER} + 0,061 \text{ PMS} + 0,090 \text{ TAT} + 0,046 \text{ Institusi} + 0,005$$

Insider

Hasil penelitian menunjukkan hanya variabel DER yang berpengaruh signifikan terhadap ROE pada perusahaan yang tidak membagikan dividen dengan

nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,005. Sedangkan PMS, TAT, *Institutional ownership* dan *Insider ownership* tidak berpengaruh signifikan karena mempunyai nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 masing-masing sebesar 0,404; 0,217; 0,589 dan 0,950.

Chow test digunakan untuk menguji ada tidaknya perbedaan pengaruh dari kelima prediktor tersebut terhadap ROE.

Tabel 4.15

Uji Chow Test perusahaan Yang Membagikan Dividen dan Yang Tidak Membagikan Dividen

	Model gabungan	Yang Membagi Dividen	Yang tidak Membagi Dividen
Jumlah kuadrat residu	356,116	1,377	172,359
N	119	52	67
F hitung	3,12		
F tabel _(0,05)	1,98		

Hasil pengujian menghasilkan nilai Chow test F sebesar 3,12. Nilai F tabel diperoleh sebesar 1,96. Dengan demikian diperoleh nilai F hitung (3,12) > F tabel (1,96). Hal ini berarti terdapat perbedaan pengaruh dari 5 variabel independen tersebut terhadap ROE antara perusahaan yang membagikan dividen dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang membagi dividen lebih profitable daripada perusahaan yang tidak membagi dividen, hal

tersebut dapat dijelaskan bahwa pada perusahaan yang membagi dividen, variabel DER, *profit margin on sales* dan *total asset turn over* berpengaruh positif terhadap dividen sehingga hutang perusahaan sangat efektif dan mampu meningkatkan ROE begitu pula dengan kemampuan aktivitas penjualan perusahaan dalam menghasilkan laba dan perputaran asset perusahaan yang mampu meningkatkan ROE. Sedangkan pada perusahaan yang tidak membagikan dividen, hanya DER yang berpengaruh signifikan negatif terhadap ROE, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa hutang perusahaan yang tidak membagikan dividen tidak efektif sehingga besarnya hutang menurunkan ROE.

Perusahaan yang membagi dividen mempunyai kinerja ROE yang lebih bagus daripada perusahaan yang tidak membagi dividen, dimana sesuai dengan teori *cliente effect* yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai untuk berinvestasi pada perusahaan yang membagikan dividen daripada yang tidak membagikan dividen. hal tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Struktur modal pada perusahaan yang membagi dividen lebih efektif daripada perusahaan yang tidak membagi dividen, dimana pada perusahaan yang membagi dividen hutang mempunyai pengaruh positif sehingga hutang yang meningkat ROE juga meningkat, hal tersebut dapat disimpulkan bahwa penggunaan hutang perusahaan berjalan optimal dan mampu menghasilkan laba, hal ini sesuai dengan teori *pecking order* dimana hutang yang tinggi diperbolehkan bila melebihi laba yang diperoleh. Sedangkan pada perusahaan yang tidak membagi dividen, hutang yang meningkat akan menurunkan ROE, sehingga dapat disimpulkan penggunaan hutang tidak berjalan dengan optimal.

2. *Profit margin on sales* (PMS) pada perusahaan yang membagi dividen sangat optimal dalam menghasilkan laba daripada perusahaan yang tidak membagi dividen, dimana pada perusahaan yang membagi dividen PMS mempunyai pengaruh positif sehingga aktivitas penjualan perusahaan yang meningkat ROE juga meningkat, hal tersebut dapat disimpulkan bahwa aktivitas penjualan berjalan optimal dan mampu menghasilkan laba. Sedangkan pada perusahaan yang tidak membagi dividen, penjualan yang meningkat tidak mempengaruhi ROE, sehingga dapat disimpulkan aktivitas penjualan perusahaan tidak berjalan dengan optimal.
3. *Total asset turnover* (TAT) pada perusahaan yang membagi dividen sangat optimal dalam menghasilkan laba daripada perusahaan yang tidak membagi dividen, dimana pada perusahaan yang membagi dividen TAT mempunyai pengaruh positif sehingga perputaran asset perusahaan yang meningkat ROE juga meningkat, hal tersebut dapat disimpulkan bahwa perputaran asset perusahaan ditempatkan pada aktivitas investasi yang tepat dan mampu menghasilkan laba. Sedangkan pada perusahaan yang tidak membagi dividen, perputaran asset yang meningkat tidak mempengaruhi ROE, sehingga dapat disimpulkan perputaran asset perusahaan tidak berjalan dengan optimal.
4. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori agency, dimana *institutional ownership* dan *insider ownership* tidak mempengaruhi ROE baik pada perusahaan yang membagikan dividen maupun yang tidak membagikan dividen.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa analisis rata-rata selama periode pengamatan (2004–2006) menunjukkan hasil yang baik. Dari enam hipotesis yang diajukan terdapat empat hipotesis yang dapat diterima yaitu hipotesis 1, 2, 3, dan 6.

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara partial variabel DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel ROE perusahaan yang membagikan dividen pada level kurang dari 5 % yaitu sebesar 0,030, sehingga hipotesis 1 diterima.
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara partial variabel PMS berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel ROE perusahaan yang membagikan dividen pada level kurang dari 5 % yaitu sebesar 0,033, sehingga hipotesis 2 diterima.
3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara partial variabel *Total Asset Turnover* berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel ROE perusahaan yang membagikan dividen pada level kurang dari 5 % yaitu sebesar 0,027, sehingga hipotesis 3 diterima.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara partial variabel *Institutional Ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROE perusahaan yang membagikan dividen, dimana nilai signifikansinya (0,381) lebih besar dari 0,05 sehingga hipotesis 4 ditolak.
5. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara partial variabel *Insider Ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap

- variabel ROE perusahaan yang membagikan dividen, dimana nilai signifikansinya (0,389) lebih besar dari 0,05 sehingga hipotesis 5 ditolak.
6. Berdasar hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa secara partial variabel DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel ROE perusahaan yang tidak membagikan dividen pada level kurang dari 5 % yaitu sebesar 0,005, sehingga hipotesis 6 diterima.
 7. Berdasar hasil pengujian hipotesis 7 menunjukkan bahwa secara partial variabel *Profit Margin on Sales* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROE perusahaan yang tidak membagikan dividen, dimana nilai signifikansinya (0,404) lebih besar dari 0,05 sehingga hipotesis 7 ditolak.
 8. Berdasar hasil pengujian hipotesis 8 menunjukkan bahwa secara partial variabel *Total Asset Turnover* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROE perusahaan yang tidak membagikan dividen, dimana nilai signifikansinya (0,217) lebih besar dari 0,05 sehingga hipotesis 8 ditolak.
 9. Berdasar hasil pengujian hipotesis 9 menunjukkan bahwa secara partial variabel *Institutional Ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROE perusahaan yang tidak membagikan dividen, dimana nilai signifikansinya (0,589) lebih besar dari 0,05 sehingga hipotesis 9 ditolak.
 10. Berdasar hasil pengujian hipotesis 10 menunjukkan bahwa secara partial variabel *Insider Ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROE perusahaan yang tidak membagikan dividen, dimana nilai signifikansinya (0,950) lebih besar dari 0,05 sehingga hipotesis 10 ditolak.
 11. Berdasar hasil pengujian dengan menggunakan Chow test diperoleh nilai F hitung sebesar 3,12. Nilai F tabel diperoleh sebesar 1,98. Dengan demikian diperoleh nilai F hitung $(3,12) > F \text{ tabel } (1,98)$. Hal ini berarti

terdapat perbedaan pengaruh dari 5 variabel independen tersebut terhadap ROE antara perusahaan yang membagikan dividen dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen

5.2. Implikasi Kebijakan

Hasil Penelitian ini menunjukkan bahwa faktor fundamental perusahaan (terutama DER, PMS dan *Total Asset Turnover*) agar lebih diperhatikan oleh manajer perusahaan yang membagikan dividen dalam memprediksi kinerja perusahaan (ROE) di Bursa Efek Jakarta pada periode 2004-2006. ROE yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan sangat efisien dalam menggunakan modal sendirinya kedalam proyek-proyek investasi yang mampu menghasilkan laba yang tinggi yang pada akhirnya akan meningkatkan kepercayaan investor. Berdasarkan output SPSS dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *Total Asset Turnover* merupakan variabel yang paling dominan mempengaruhi ROE, hal tersebut ditunjukkan dengan nilai *beta standardized coefficient* sebesar 0,212 kemudian variabel DER sebesar 0,205 dan variabel *Profit Margin on Sales* sebesar 0,174. Berdasarkan hasil tersebut Manajer perusahaan sebaiknya menerapkan kebijakan dengan mengoptimalkan aktivitas operasional perusahaan melalui penjualan bersih yang tinggi. Hal tersebut dapat dilihat dari variabel PMS dan *Total Asset Turnover* yang mempunyai pengaruh signifikan dan positif terhadap ROE sementara penjualan bersih merupakan variabel pembentuk dari PMS dan *Total Asset Turnover*. Manajer perusahaan juga perlu mempertimbangkan kebijakan pendanaan perusahaan karena DER mempunyai pengaruh yang positif terhadap ROE, hal tersebut mengindikasikan bahwa hutang yang tinggi akan meningkatkan tingkat pendapatannya sehingga perlu aktivitas

investasi yang dilakukan perusahaan memberikan tingkat kembalian yang tinggi melebihi biaya hutangnya.

Sisi positif hasil penelitian ini dibandingkan dengan penelitian-penelitian sebelumnya Asyik dan Sulisty (2000) terletak pada periode pengamatan; dimana periode pengamatan merupakan periode paling baru setelah perusahaan-perusahaan tersebut mengalami krisis akibat terjadinya krisis yang terjadi di Indonesia tahun 1997. Sisi positif yang lain dari penelitian ini adalah memasukan variabel DER dan *Institutional Ownership* dan *Insider Ownership* dimana penelitian sebelumnya tidak memasukan variabel ini. Walaupun *Institutional Ownership* dan *Insider Ownership* hasilnya tidak signifikan yang bertentangan dengan penelitian Chaganti dan Damanpour (1991).

5.3. Keterbatasan Penelitian

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 3 tahun dengan sampel yang terbatas pula (119 sampel). Disamping itu rasio-rasio perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi ROE hanya terbatas pada DER, PMS, *Total Asset Turnover*, *Institutional Ownership*, dan *Insider Ownership*, hal ini dapat dijelaskan secara statistik dengan adanya R square yang rendah yaitu sebesar 22, 6% perusahaan yang membagikan dividen dan 23,2% untuk perusahaan yang tidak membagikan dividen.

Adanya keterbatasan dalam metode penelitian, penghitungan variabel *institutional ownership* mengandung beberapa kelemahan karena digunakannya asumsi-asumsi guna penyederhanaan analisis. Sebagai contoh penghitungan variabel *institutional ownership* dan *insider ownership* menggunakan data prosentasi yang sudah tercantum dalam ICMD 2007

namun tidak menggunakan nilai nominal dari besarnya kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi dan insider sehingga hal ini yang mungkin menyebabkan bahwa *institutional ownership* dan *insider ownership* tidak mempengaruhi ROE.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi yang relative rendah mengindikasikan perlunya faktor fundamental lain dimasukkan sebagai prediktor dalam memprediksi ROE yaitu: *Current Ratio* dan *Quick Ratio* (Robert Ang, 1997), *Dividend to Net Income* (DIV/NI) dan *Long Term Debt to Total Asset* (LTD/TA) (Asyik dan Sulisty, 2000).

Untuk pengembangan penelitian, disarankan untuk melihat pengaruh secara terperinci terhadap sampel penelitian, artinya digolongkan berdasarkan industri, ukuran dan lain-lain. Selanjutnya juga diperhatikan pengaruh faktor makro ekonomi terhadap ROE.

IV. DAFTAR REFERENSI

- Ang, Robert (1997). **Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia** (*The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market*). Mediasoft Indonesia, First Edition.
- Asyik, Nur Fajrih dan Soelistyo. (2000). “Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Laba (Penetapan Rasio Keuangan sebagai *discriminator*)”. **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 15, No. 3: 313 – 331.
- Brigham, F. Eugene (1983). *Fundamental of financial Management*. The Dryden Press: Holt-Sounders Japan, Third Edition.
- Brigham, E.F dan Gapenski, L.C. (1996), **Intermediate financial management**, Fifth edition-International edition. The Dryden Press.
- Campbel, Kevin, (2002), “Ownership Structure and The Operating Performance of Hungarian Firms,” **Working Paper**, No.9
- Eugene F. Brigham and Joel F Houston, 2001, **Manajemen Keuangan**, Edisi Kedelapan, Penerbit Erlangga
- Bushman Robert M, and Smith Abbie J (2003). “*Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance*”. **Economic Policy Review-Federal Reserve bank of New York**.
- Chaganti Rajeswararao, Damanpour Fariborz (1991) “*Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance*”. **Strategic Management Journal**, Vol 12. 479-491
- Demsetz, H. and Lehn, K.(1985),“The structure of corporate ownership : causes and consequences“, **Journal of Political Economy**, Vol.93, pp. 1155-1177.
- Ghozali, Imam, (2001), **Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS**, Badan Penerbit UNDIP, Semarang.
- Husnan, Suad, (2001). “*Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional*”. **Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi**, Vol. 1 No.1, Februari: 1 – 12.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H.(1976),”Theory of the firm : Managerial behaviour, agency costs and ownership structure”, **Journal of Financial Economics**, Vol.3, pp.305-360.
- Lambert, Richard A. (2001). “*Contracting Theory and Accounting*”. **Journal of Accounting & Economics**, 32 (2001): 3– 87.

- Machfoedz, Mas'ud. (1994). "*Financial Ratio analysis and The Prediction of Earnings Change in Indonesia*". **Kelola: Gadjah Mada University Business Review**, No. 7/III/1994: 114 – 137.
- Machfoedz, Mas'ud. (1999). "Analisis Fundamental dan Prediksi Earning pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta (BEJ)". **JAAI**, Volume 3 No. 2, Desember: 135 – 159.
- Machfoedz, Mas'ud. (1999). "Pengaruh Krisis Moneter pada Efisiensi Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta (BEJ)". **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Volume 14, No. 1: 37 – 49.
- Moh'd Mahmoud A, Perry Larry G, Rimbey James N (1998). "*The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis*" **The Financial Review** 33 (1998) 85-98.
- Murali Ramaswami and Weclh Johnathan B (1989), "*Agents, Owners, Control and Performance*". **Journal of Businness Finance and Accounting** 16(3) Summer.
- Myers, Stuart, (1984), "The Capital Structure Puzzle", **Journal of Finance**, Vol.39. July, 1984
- Mayangsari, Sekar, (2001), "Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan : *Pengujian pecking order hyphotesis*," **Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi**, Vol 1, No. 3 Desember 2001 : 1-26
- Setyarta, (2005), **Analisis Pengaruh Kepemilikan Saham Institusi, Kepemilikan Saham Manajemen Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Return On Equity**, Tesis UNDIP Yang tidak Dipublikasikan
- Sloan, Richard G. (2001). "*Financial Accounting and Corporate Governance: A Discussion*". **Journal of Accounting & Economics**, 32 (2001): 335– 347.
- Sugiharto, Anton (2007), **Analisis Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap Return on Equity**, Tesis UNDIP Yang tidak Dipublikasikan
- Wahidahwati. (2002). "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory agency" **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 5, No. 1, Januari: 1 – 16.